



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA  
OSTRAVA EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza primárních emisí akcií na Pražské burze  
Analysis of IPO at the Prague Stock Exchange

Student: Adam Bilko

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Ivana Jánošíková, Ph.D.

Ostrava 2012

## Zadání bakalářské práce

Student: **Adam Bilko**  
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202R010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Analýza primárních emisí akcií na Pražské burze**  
**Analysis of IPO at the Prague Stock Exchange**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Seznámení s Pražskou burzou a charakteristika kritérií a metod použitých pro analýzu
  3. Analýza primárních emisí akcií
  4. Vyhodnocení výsledků úspěšnosti jednotlivých emisí
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- GRAHAM, Benjamin. *Intelligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 504 s. ISBN 987-80-247-1792-0.  
JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 987-80-247-2963-3.  
JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. 648 s. ISBN 987-80-247-1653-4.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Ivana Jánošíková, Ph.D.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 11.05.2012

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně“.

V Ostravě, 11. května 2012

Podpis studenta:

## **Poděkování**

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucí mé bakalářské práce Ing. Ivaně Jánošíkové, Ph.D. a doc. Ing. Tomáši Meluzínovi, Ph.D. za velice užitečné rady a věcné připomínky, které mi poskytli během vypracovávání mé bakalářské práce.

## Obsah

<b>1 ÚVOD</b>	<b>4</b>
<b><u>2 SEZNÁMENÍ S PRAŽSKOU BURZOU A CHARAKTERISTIKA KRITÉRIÍ A METOD POUŽITÝCH PRO ANALÝZU</u></b>	<b>5</b>
<b>2.1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ AKCIOVÉ SPOLEČNOSTI</b>	<b>5</b>
2.1.1 DLE PRÁVNÍHO POSTAVENÍ POSKYTOVATELE KAPITÁLU	5
2.1.2 DLE PŮVODU KAPITÁLU	6
2.1.3 DLE DOBY SPLATNOSTI	10
2.1.4 FINANCOVÁNÍ PODNIKU V PRŮBĚHU JEHO EXISTENCE	10
2.1.5 STRUKTURA FINANČNÍCH ZDROJŮ AKCIOVÝCH SPOLEČNOSTÍ V ČESKÉ REPUBLICE	11
<b>2.2 INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)</b>	<b>13</b>
2.2.1 KONCEPCE INITIAL PUBLIC OFFERING	14
2.2.2 SMYSL PRVOTNÍ VEŘEJNÉ NABÍDKY AKCIÍ	14
<b>2.3 BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA</b>	<b>15</b>
2.3.1 HISTORIE	15
2.3.2 ORGÁNY A STRUKTURA BURZY	16
2.3.3 AKCIE NA BCPP	18
2.3.4 BURZOVNÍ TRHY	20
<b>2.4 PROCES PRVOTNÍ VEŘEJNÉ NABÍDKY AKCIÍ NA BCPP</b>	<b>21</b>
2.4.1 PŘEDREALIZAČNÍ FÁZE	22
2.4.2 REALIZAČNÍ FÁZE	25
2.4.3 POST – REALIZAČNÍ FÁZE	33
<b>2.5 METODOLOGIE, VÝZKUM A OMEZENÍ ANALÝZY</b>	<b>34</b>
<b><u>3 ANALÝZA PRIMÁRNÍCH EMISÍ AKCIÍ</u></b>	<b>36</b>
<b>3.1 VÝHODY PLYNOUCÍ Z IPO</b>	<b>36</b>
<b>3.2 NEVÝHODY PLYNOUCÍ Z IPO</b>	<b>37</b>
<b>3.3 NÁKLADY SPOJENÉ S PRVOTNÍ VEŘEJNOU NABÍDKOU AKCIÍ</b>	<b>38</b>
3.3.1 PŘÍMÉ REALIZAČNÍ NÁKLADY IPO	39
3.3.2 NEPŘÍMÉ REALIZAČNÍ NÁKLADY IPO	39
3.3.3 PŘÍMÉ A NEPŘÍMÉ NÁKLADY SPOJENÉ S OBCHODOVATELNOSTÍ AKCIÍ	40
<b>3.4 PŘEDSTAVENÍ JEDNOTLIVÝCH IPO NA BCPP</b>	<b>40</b>
<b>3.5 ANALÝZA NÁKLADŮ NA IPO – POHLED EMITENTŮ</b>	<b>45</b>
<b>3.6 ANALÝZA VÝNOSNOSTI IPO – POHLED INVESTORŮ</b>	<b>52</b>

<b><u>4 VYHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ ÚSPĚŠNOSTI JEDNOTLIVÝCH EMISÍ</u></b>	<b>54</b>
<b>4.1 VYHODNOCENÍ NÁKLADŮ NA IPO – POHLED EMITENTŮ</b>	<b>54</b>
<b>4.2 VYHODNOCENÍ VÝNOSNOSTI IPO – POHLED INVESTORŮ</b>	<b>56</b>
<b><u>5 ZÁVĚR</u></b>	<b>58</b>
<b><u>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY</u></b>	<b>60</b>
<b><u>SEZNAM ZKRATEK</u></b>	<b>65</b>
<b><u>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE</u></b>	
<b><u>SEZNAM PŘÍLOH</u></b>	
<b><u>PŘÍLOHY</u></b>	

# 1 Úvod

Každá společnost, ať už se jedná o IT firmu nebo těžební společnost, potřebuje ke svému fungování kapitál. V počátečních fázích života jednotlivých společností bývají využívány zejména interní formy financování podnikových potřeb. Nicméně tento zdroj kapitálu je velice nestabilní a omezený. Proto přirozeně dochází v určité fázi života podniku k zajištění kapitálu z externích zdrojů. V České republice jsou nejvíce využívány pro tyto účely bankovní úvěry, zatímco zájem o získání kapitálu pomocí prvotní emise akcií (IPO) je velice malý. V porovnání počtu realizovaných IPO s vyspělými ekonomikami jako je např. USA, Velká Británie, Německo nebo Japonsko, jsou české podniky značně zaostalé.

Jedním ze základních kritérií pro výběr určitého druhu kapitálu jsou náklady na tento kapitál. Je všeobecně známo, že náklady na IPO jsou relativně vysoké. Nicméně IPO na rozdíl od ostatních forem financování podnikových potřeb s sebou přináší i mnoho výhod jako je např. zvýšená mediální pozornost, která v konečném důsledku může snížit náklady na marketing.

Prvním cílem této bakalářské práce je proto analýza nákladů na IPO na Burze cenných papírů Praha (BCPP) a následné porovnání těchto nákladů s ostatními světovými burzami. Tuto část lze chápat jako analýzu z pohledu emitentů, jelikož náklady do značné míry ovlivňují rozhodování o realizaci IPO.

Aby realizace IPO byla úspěšná a podniku přinesla požadované množství kapitálu, musí IPO přilákat co nejvíce potencionálních investorů. Investoři sledují zejména výnosnost jednotlivých aktiv, proto druhým cílem této bakalářské práce je analýza výnosnosti IPO na BCPP a jejich následné porovnání s indexem PX, který reprezentuje trh jako celek.

Pro lepší orientaci je tato bakalářská práce rozdělena do pěti základních kapitol. Pokud opomineme úvod a závěr, pak je druhá kapitola zaměřena na možnosti formy financování podnikových potřeb a přiblížení procesu realizace IPO v českých podmínkách. Ve třetí kapitole je zpracována analýza jak z pohledu emitentů, tedy nákladů na IPO, tak z pohledu investorů, tedy výnosnosti IPO. V předposlední, čtvrté kapitole jsou pak vyhodnoceny výsledky této analýzy.



## **2 Seznámení s Pražskou burzou a charakteristika kritérií a metod použitých pro analýzu**

Na burzách se schází velké množství podniků, které nabízejí své cenné papíry a na oplátku požadují kapitál, který jim umožní pokrýt jejich podnikové potřeby. Burza v tomto smyslu slouží jako místo, kde se střetává nabídka a poptávka po kapitálu a umožňuje tedy alokaci kapitálu mezi investory a podniky. Nicméně získání kapitálu pomocí realizace IPO není jedinou možností pro podniky jak získat kapitál. V následující části této kapitoly se proto budeme zabývat zejména jednotlivými alternativními možnostmi financování akciových společností.

### **2.1 Zdroje financování akciové společnosti**

Aby bylo možné správně pochopit podstatu prvotní veřejné nabídky akcií – IPO (angl. Initial public offering), je nutné si nejdříve uvědomit hlavní důvod realizace IPO, a tím je zdroj kapitálu. Akciové společnosti však mají více možností pro získání kapitálu. Výběr jednotlivých možností záleží na mnoha aspektech jako např. odvětví, ve kterém se podnik nachází, životní cyklus, velikost podniku nebo náklady kapitálu. V této kapitole si přiblížíme tyto možnosti podle Nývtové a Režňákové (2007) a Meluzína a Zineckera (2009).

Zdroje financování podniku se nejčastěji člení dle právního poskytovatele kapitálu, původu kapitálu a doby jeho splatnosti.

#### **2.1.1 Dle právního postavení poskytovatele kapitálu**

Zde rozlišujeme především, v jakém postavení je poskytovatel kapitálu.

Pokud má status vlastníka, pak jde o akcionáře, kteří při vzniku společnosti nakoupili určitý počet akcií a tím získali podíl v dané společnosti. V průběhu existence akciové společnosti může docházet k opětovnému úpisu akcií, v tomto případě status vlastníka získají buďto stávající akcionáři nebo subjekty vstupující do podniku. Toto financování podniku je označováno jako externí financování vlastním kapitálem.

Druhou možností financování podniku je formou cizího kapitálu, kdy je poskytovatel označován jako věřitel. Těmito věřiteli jsou nejčastěji banky a investoři, kteří nakupují podnikové obligace.

Každé postavení dává poskytovateli kapitálu různé pravomoci a má rozdílné důsledky pro podnik. Hlavní rozdíly jsou uvedeny v Tab. 2.1.

Tab. 2.1: Rozdílné znaky na základě postavení poskytovatele kapitálu

<i>Typické znaky externího vlastního kapitálu</i>	<i>Typické znaky cizího kapitálu</i>
• akcionář má právo podílet se na řízení společnosti;	• věřitel nemá právo podílet se na řízení společnosti;
• akcionář má právo podílet se na zisku společnosti;	• za poskytnutí kapitálu náleží věřiteli sjednaná odměna ve formě úroku;
• akcionář má právo na vyplacení podílu na likvidačním zůstatku;	• věřitel se nepodílí na úhradě ztráty;
• akcionář za závazky společnosti neručí;	• věřitel za závazky společnosti neručí;
• akcionář nemá právní nárok na splacení investovaného kapitálu;	• kapitál je podnikatelskému subjektu dán k dispozici na omezenou dobu
• z hlediska podniku užívajícího kapitál nejsou vyplacené podíly na zisku daňově uznatelným nákladem;	• z hlediska podniku užívajícího kapitál jsou úroky daňově uznatelným nákladem;
• disponibilita kapitálu závisí na schopnosti podniku získat investory.	• disponibilita kapitálu je závislá na možnosti podniku poskytnout dostatečné zajištění a na prokázání schopnosti řádného splacení kapitálu.

Zdroj: Meluzína a Zinecker (2009)

## 2.1.2 Dle původu kapitálu

Jak je patrné z Tab. 2.1, všechny tyto zdroje financování jsou externí – vznikají na hranici podniku a vnějšího prostředí. Nicméně pro podnik jsou minimálně stejně důležité interní zdroje kapitálu, které souvisí s realizací podnikové činnosti. Proto si v této části přiblížíme jednotlivé zdroje interního a externího financování.

### **Interní financování**

Jak již bylo zmíněno výše, tyto finanční zdroje vznikají především prodejem produktů nebo služeb podniku externím subjektům. Mezi nejvýznamnější interní zdroje financování patří:

- odpisy,
- nerozdělený zisk,
- rezervní fondy.

**Odpisy** umožňují zahrnování dlouhodobého majetku do nákladů společnosti. Tento majetek je využíván a tím i opotřebováván po dobu několika let, a proto se do nákladů zahrnuje postupně. Tím ovlivňuje výši zisku a umožňuje daňovou úsporu. Podle Meluzína a Zineckera je „hodnota odpisů zohledněna v prodejní ceně produktu a jejím inkasem se tak odpis mění na příjem, který je zdrojem financování“ (2009, str. 15).

**Nerozdělený zisk** je někdy označován také jako zadržený zisk, jelikož reprezentuje nezdaněný zisk z běžné činnosti snížený o daň ze zisku, příspěvek do rezervního fondu a ostatních fondů na základě stanov akciové společnosti, výplatu dividend, tantiém, podílů na zisku a ostatního použití zisku (viz Příloha č. 1). Nerozdělený zisk se používá jak pro financování podnikových potřeb, tak také pro investiční činnost. Akcionáři ovlivňují výši nerozděleného zisku především na základě principu ušlé příležitosti, tzn. jsou ochotni si snížit, popřípadě vůbec nevyplatit, dividendy, čímž se zvýší nerozdělený zisk, který může být investován. Nicméně v dalších letech budou očekávat z důvodu zvýšení investic vyšší zisk společnosti a tím i vyšší dividendy. Dalšími faktory, které ovlivňují výši nerozděleného zisku podle Valacha (2001), jsou zisk z běžného roku, daň ze zisku, dividendy vyplacené akcionářům a tvorba rezervních fondů ze zisku.

**Rezervní fondy** jsou tvořeny především za účelem ochrany proti různým rizikům, s kterými se podnik v době své existence potýká. Rezervní fondy jsou součástí vlastního kapitálu a mohou být:

- povinné – vytvářené na základě zákona nebo statutu akciové společnosti a slouží k ochraně akcionářů a věřitelů,
- dobrovolné – tvořeny podle rozhodnutí valné hromady vzhledem ke konkrétním potřebám, což znamená, že mají předem určený smysl použití.

Mezi hlavní výhody interního financování patří pohotovost, s jakou může být kapitál využit, nezvyšování počtu akcionářů ani věřitelů, snižování rizika spojeného se zadlužováním a nevytváření nákladů na emisi cenných papírů. Podnik může také využít interní zdroje k financování rizikové investice, pro kterou by jen zřídka našel externího investora.

Za nevýhody pak můžeme označit skutečnost, že interní zdroje financování jsou nestabilní a omezené, zejména pak nerozdělený zisk.

### **Externí financování**

Díky finančním inovacím je tato forma financování v dnešní době velice pestrá. Mezi nejvýznamnější formy externího financování patří financování:

- akciovým kapitálem,
- obligacemi,
- finančními úvěry.

Externí financování umožňuje podnikům další rozvoj, který není možno financovat z interních zdrojů. Základním předpokladem je, „že náklady na pořízení externího kapitálu jsou nižší, než ziskovost celkového kapitálu“ (Konečný 2005, str. 61). To vede ke zvýšení růstu zisku plynoucího z vlastního kapitálu, a tím i tržní hodnoty podniku. Nicméně externí kapitál nepřináší jen klady. Se zvyšujícím se podílem externích zdrojů roste také počet akcionářů nebo věřitelů (v závislosti na druhu externího zdroje), což může narušit rozhodování a řízení podniku. Nemalou položkou jsou také náklady na emisi cenných papírů.

**Financování akciovým kapitálem** je ve světě běžným zdrojem financování akciových společností, bohužel v České republice tento zdroj není příliš rozšířen, vzhledem k tématu této bakalářské práce se tímto zdrojem financování budeme zabývat podrobněji v další části této kapitoly. Tento druh financování se používá při založení akciové společnosti nebo při jejím rozšíření. V dané společnosti dochází k zvyšování základního kapitálu, a to emisí nových akcií. Podle práv plynoucích z akcií rozlišujeme akcie na:

- kmenové – cenný papír, který dává jeho vlastníkovu právo hlasovat na valné hromadě a právo na dividendu,
- prioritní – spočívají někde mezi kmenovými akciemi a dluhovými cennými papíry (viz dále). Pojem „prioritní“ znamená přednost před držiteli kmenových akcií při likvidačním zůstatku a dividendách.

Hlavní výhody a nevýhody prioritních a kmenových akcií jsou shrnuty v Tab. 2.2.

Tab. 2.2: Výhody a nevýhody prioritních a kmenových akcií

	<b>Kmenové akcie</b>	<b>Prioritní akcie</b>
<b>Výhody</b>	<i>Lépe prodejné z důvodu vyšší dividendové výnosnosti.</i>	<i>Zpravidla stálá výše dividend.</i>
	<i>Neexistují závazky na úhradu dividend.</i>	<i>Zvyšování kapitálu bez zásahů do rozhodovací činnosti podniku.</i>
	<i>Zvyšují důvěru investorů a úvěrovou schopnost podniku.</i>	<i>Přednostní právo na likvidačním zůstatku a výplatě dividend.</i>
<b>Nevýhody</b>	<i>Dividendy nejsou uznatelným nákladem.</i>	<i>Dividendy nejsou uznatelným nákladem.</i>
	<i>Nebezpečí „nepřátelského převzetí“ pro management</i>	<i>Bývají často dražší než obligace.</i>
	<i>Risikantnější pro podnik než obligace nebo prioritní akcie.</i>	<i>Při snížení zisku musí obvykle emitent zaplatit předem domluvenou dividendu.</i>

Zdroj: vlastní zpracování na základě Valacha (2001) a Konečného (2005)

Další alternativou, která je v praxi velice rozšířena je financování rozvoje podniku **rizikovým kapitálem** (někdy označován také jako venture capital nebo private equity). Podle Valacha (2001, str. 336) „*rizikový kapitál je kapitál vkládaný prostřednictvím rizikového fondu do základního kapitálu zpravidla veřejně neobchodovatelných firem, určený na financování počáteční činnosti firmy a zejména pak na financování projektů inovačního a rozvojového charakteru s vysokým rizikem*“. Investoři vstupující do těchto firem se nebojí riskovat, ale na oplátku žádají vysoké zhodnocení své investice, to realizují prodejem svého podílu např. prostřednictvím IPO nebo výplatou dividend. Stávající vlastník naopak očekává od rizikového investora nejen kapitál, ale také manažerské know-how.

Při emitování akcií za účelem nabývání základního kapitálu je důležité rozlišovat také mezi soukromým a veřejným úpisem.

**Soukromá emise akcií** je příznačná pro akciové společnosti s menším množstvím akcionářů, kdy dochází k nezprostředkovanému prodeji akcií mezi předem domluvenými osobami. S takto prodanými akciemi není možné obchodovat na veřejném trhu.

**Veřejná emise akcií** je naopak typická pro větší akciové společnosti, které jsou volně obchodovány na veřejných trzích, kde jsou akcie nabízeny bezmeznému počtu investorů. Pokud akciová společnost emituje na veřejný trh akcie, s kterými se doposud obchodovalo jen soukromě nebo vůbec, označujeme to jako prvotní veřejnou nabídku – IPO. Každá další nabídka akcií je označovaná jako Seasoned Equity Offering – SEO.

**Financování podnikovými dluhopisy** je střednědobým a dlouhodobým dluhovým financováním. Dluhopisovou problematiku v České republice blíže určuje zákon č. 190/2004 Sb., který vymezuje dluhopis jako „*zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit*“. Dlužnou částkou se zde rozumí nejen nominální hodnota dluhopisu, ale také hodnota úroku, který je zpravidla předem stanoven. Za jednu z hlavních výhod dluhopisu z hlediska podniku se považuje uznatelnost úroku jako nákladu. To snižuje daňové zatížení podniku a vytváří daňový štít. Za další výhodu oproti akciím je fakt, že při zvyšujícím se objemu emitovaných dluhopisů se nezmenšují rozhodovací pravomoci stávajících majitelů. Slovy Konečného (2005, str. 63) „*akcionáři neztrácejí svou kontrolu nad činností podniku při vyšším využívání obligací*“. Pokud se podíváme na nevýhody, které sebou s přináší financování podnikovými dluhopisy, pak jde především o zvyšování zadlužení podniku, kdy se zvyšuje poměr cizího k vlastnímu kapitálu, to s sebou nese jistá rizika, jako např. vyšší náklady na získání kapitálu, povinnost

platit úroky i v době snížení zisku a změna schopnosti společnosti splácet své závazky v dlouhodobém horizontu.

*Financování finančními úvěry* stejně jako financování podnikovými dluhopisy je označováno jako dluhové financování, protože zde vzniká vztah mezi věřitelem a dlužníkem. Tento vztah je utvářen na základě úvěrové smlouvy a je převážně střednědobý nebo dlouhodobý. Hlavními poskytovateli finančních úvěrů jsou komerční banky, ale mohou jimi být také investiční fondy, penzijní fondy a pojišťovny. O poskytnutí finančního úvěru je rozhodováno na základě bonity žadatele, zejména schopnosti splácet své závazky.

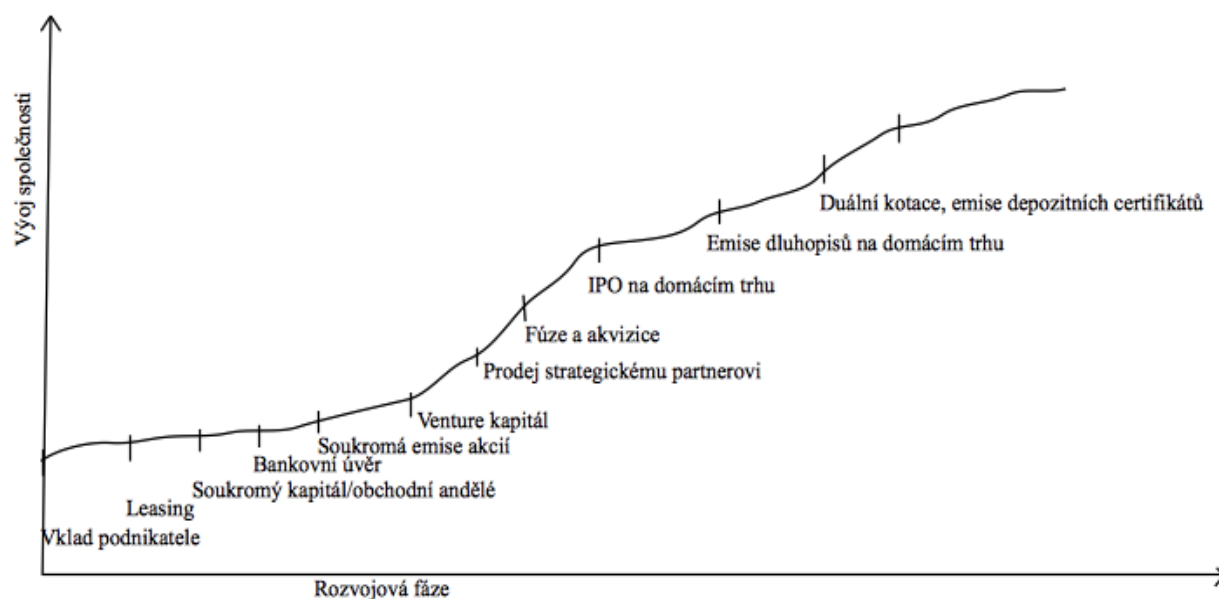
### **2.1.3 Dle doby splatnosti**

Dle doby splatnosti rozlišujeme finanční zdroje na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Krátkodobé jsou splatné do jednoho roku a jedná se např. o krátkodobé bankovní úvěry a kontokorentní úvěry. Splatnost střednědobých zdrojů se pohybuje v rozmezí od jednoho do pěti let a jde např. o investiční úvěry a dluhopisy. Poslední kategorií jsou dlouhodobé zdroje financování, které slouží k financování zejména fixního majetku, jsou jimi např. leasingové financování a dlouhodobé obligace.

### **2.1.4 Financování podniku v průběhu jeho existence**

Financování podniku jednotlivými zdroji je do značné míry ovlivněno životním cyklem, v kterém se podnik nachází. Z Obr. 2.1 vyplývá, že na začátku své existence hlavním zdrojem financování je samofinancování, a to především z vkladu podnikatele, popřípadě se využívá leasing. Po prokázání uspokojujících hospodářských výsledků a budoucího potenciálu podniku má podnikatelský subjekt možnost získat kapitál od soukromých investorů, rodiny nebo fondu venture kapitálu, ať už v podobě půjčky, soukromého prodeje akcií, emise akcií nebo dluhopisů. Jestliže podnik disponuje určitou mírou majetku, kterým se zaručí, může požádat banku o úvěr. Rozhodnutí o dalším zdroji financování se odvozuje od rychlosti růstu podniku, což je hlavně ovlivněno poptávkou po jeho výrobcích. V dalších kapitolách se budeme zabývat pouze zdrojem financování pomocí IPO. V České republice tento způsob financování není příliš oblíbený, o čem svědčí i počet IPO na Pražské burze v posledních letech. Je však důležité si uvědomit, že IPO je, jak je patrné z Obr. 2.1, součástí přirozeného vývoje akciové společnosti.

Obr. 2.1: Financování podniku v jednotlivých fázích životního cyklu



Zdroj: vlastní zpracování na základě Nývtové a Režňákové (2007)

### 2.1.5 Struktura finančních zdrojů akciových společností v České republice

V této části bude nejdříve přiblížen výzkum Meluzína a Zineckera (2009), kde byla zkoumána strukturu finančních zdrojů akciových společností v České republice. Následně budou objasněny důvody silného postavení bankovního sektoru v České republice a malého využívání emise akcií na Pražské burze jako zdroje financování akciových společností.

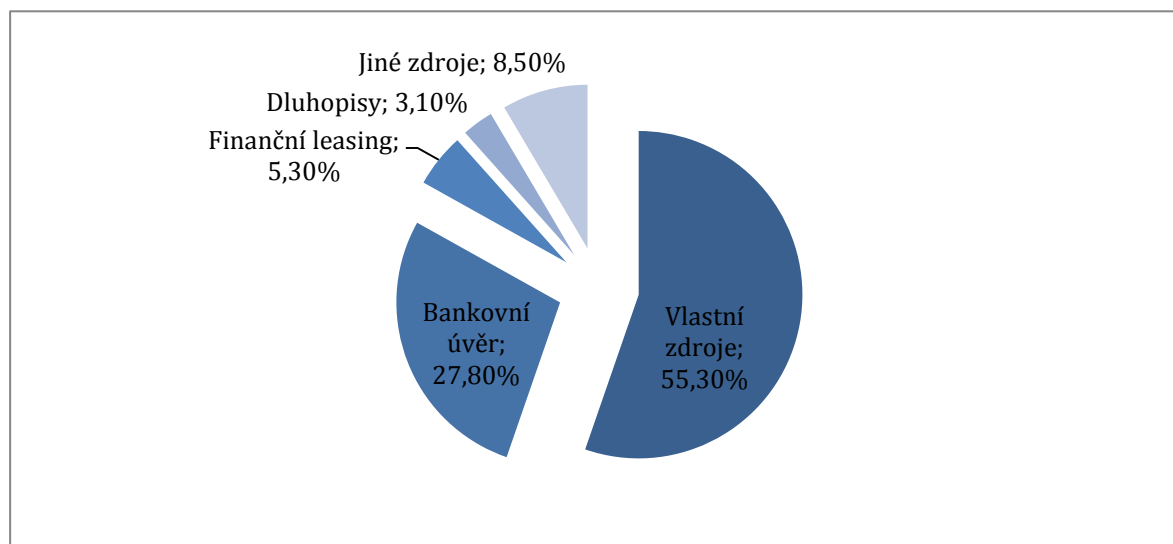
Výzkum Meluzína a Zineckera(2009, zahrnuje všechny české akciové společnosti, s jejichž akciemi se veřejně neobchoduje a jsou součástí:

- studie „The 2005 Eva Ranking Czech Republic“ identifikující již od roku 2000 společnosti produkující pro své majitele největší ekonomickou přidanou hodnotu nebo
- žebříčku „100 nejvýznamnějších firem České republiky za rok 2006“ plynoucí z ekonomických dat poskytnutých předními českými firmami.

Výzkum byl prováděn na základě dotazníku, který byl rozeslán finančním ředitelům jednotlivých společností. Z 85 dotazníků jich bylo vyhodnoceno 50. Dotazník zahrnoval možnosti financování podniku prostřednictvím IPO a aktuálního rozložení finančních zdrojů. Jak je patrné z Grafu 2.1 v České republice podniky preferují interní financování vlastními

zdroji, což podle našeho názoru není úplně šťastné, protože vlastní zdroje jsou do jisté míry omezeny. Tato skutečnost brání akciovým společnostem v dalším rozvoji.

Graf 2.1: Rozložení finančních zdrojů akciových společností v České republice



Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

Z externích zdrojů financování jasně převažují bankovní úvěry, podílející se na financování podniku 27,8 %. V České republice jako i v ostatních postkomunistických zemích Evropy není toto ničím neobvyklým, jelikož v době ekonomické transformace, bylo zapotřebí uvolnit do ekonomiky velké množství kapitálu. Stát - vlastník většiny bank, proto poskytoval poměrně jednoduše získatelné bankovní úvěry. To mělo za následek menší využívání ostatních zdrojů financování.

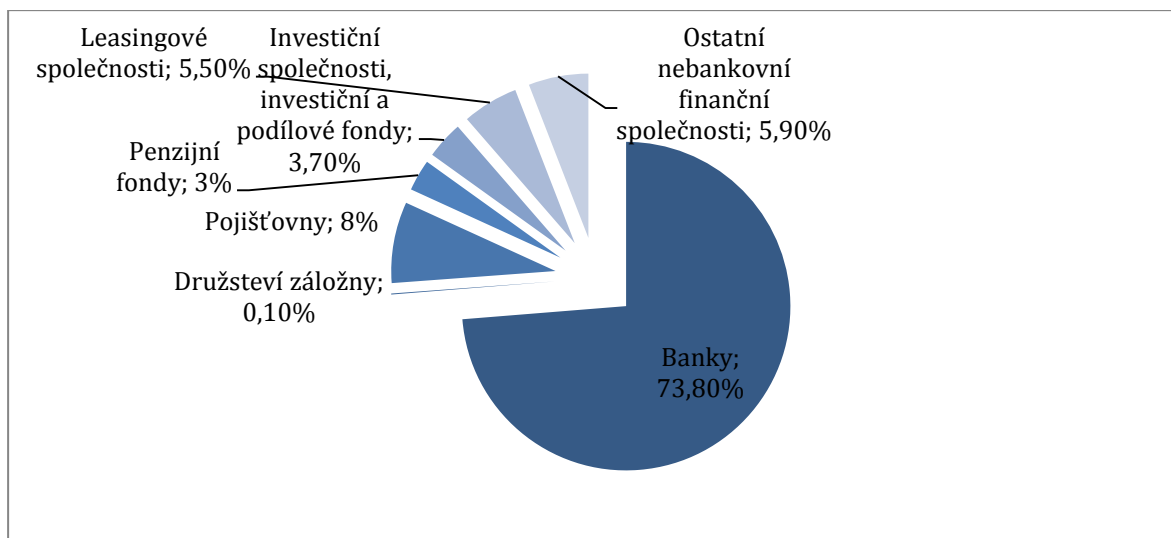
Z výzkumu také vyplývá, že 72% akciových společností vnímá financování bankovním úvěrem jako jednodušší popřípadě výhodnější než pomocí českého kapitálového trhu. Dalším zajímavým zjištěním je, že 82% podniků vnímá náklady spojené s bankovním úvěrem za nižší než u emise akcií.

Vzhledem k výsledkům výzkumu lze očekávat silné postavení bank ve finančním sektoru v České republice. Graf 2.2 ukazuje podíl finančních institucí na aktivech finančního sektoru, z něhož vyplývá, že zhruba 74 % aktiv vlastní banky. Jinými slovy, banky v České republice disponují velkým množstvím finančních zdrojů. Ty jsou podle Nývltové a Režňákové (2006) získávány hlavně z úspor domácností, kdy průměrná míra hrubých úspor domácností z HDP se pohybovala mezi lety 2001-2005 na úrovni 7,8 %. Jednotlivé podíly vkladů na trhu domácností jsou znázorněny v Grafu 2.3. Z analýzy finančního sektoru České



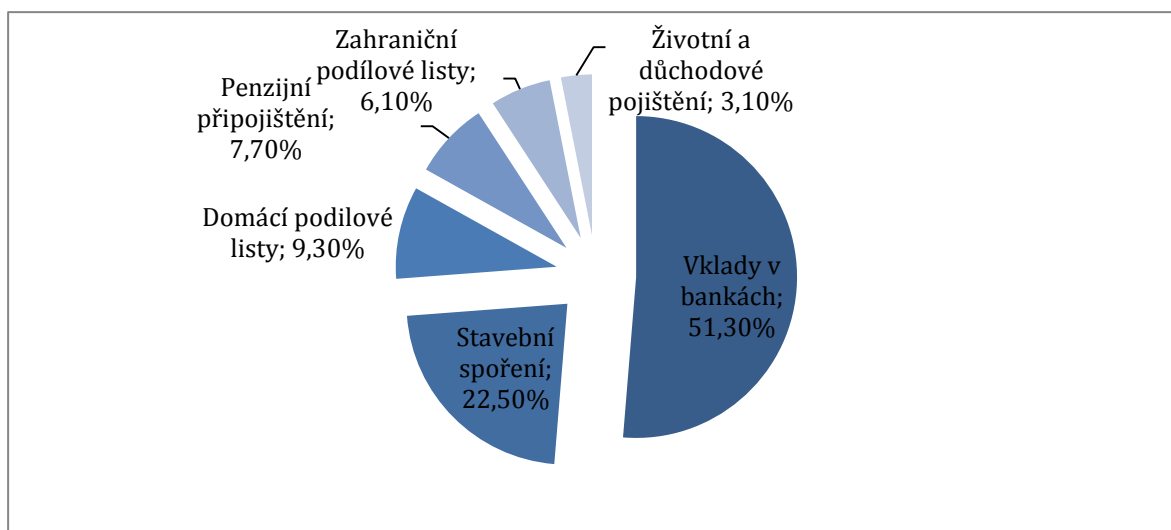
národní banky (dále jen ČNB) plyne, že finanční zdroje bank jsou používány převážně k financování podniků a domácností. Můžeme tedy konstatovat, že banky představují hlavní medium v alokaci kapitálu v České republice.

Graf 2.2: Podíl finančních institucí na aktivech finančního sektoru v roce 2005



Zdroj: ČNB – Finanční sektor

Graf 2.3: Vklady domácností v roce 2005



Zdroj: ČNB – Finanční sektor

## 2.2 Initial Public Offering (IPO)

Cílem této bakalářské práce je zkoumat náklady a výnosy IPO na BCPP. Proto v následující části této kapitoly bude tento zdroj kapitálu blíže rozebrán.

### 2.2.1 Koncepce Initial Public Offering

Pojem „Initial Public Offering“ je možné přeložit jako „prvotní veřejná nabídka“, tento překlad však není zcela přesný. Zahraniční odborná literatura definuje IPO různě, rozdíl je zvláště v nabídce typu cenných papírů, kdy někteří autoři považují za IPO pouze prvotní veřejnou nabídku majetkových cenných papírů – akcií, jiní zde uvádějí také dluhové cenné papíry – dluhopisy. Česká literatura, zabývající se problematikou „Initial Public Offering“, formuluje tento pojem také odlišně, jako například Liška a Gazda (2004), Ježek a kol. (2004) „*primární emise akcií*“, Pavlát (2003) „*IPO představuje úpis nových cenných papírů prvním nabyvatelům*“ nebo Meluzín a Zinecker (2009) „*prvotní veřejná nabídka cenných papírů*“. Všechny výše uvedené definice mají však jedno společné – akciová společnost prvně veřejně nabízí cenné papíry za účelem získání kapitálu a přitom vstupuje na trh cenných papírů. I když se nejvíce ztotožňujeme s právě poslední zmíněnou definicí, vzhledem k tématu této bakalářské práce budeme pod pojmem IPO označovat prvotní veřejnou nabídku akcií. IPO můžeme rozdělit na základě publikace Meluzína a Zineckera (2009) na:

- IPO primárních akcií – představuje nově vydané akcie na primárním trhu cenných papírů,
- IPO sekundárních akcií – jedná se o nabídku akcií, které byly dříve obchodovány pouze na soukromých sekundárních trzích cenných papírů,
- IPO kombinované – nově vydané akcie jsou doplňovány již existujícími akciemi.

Zásadním rozdílem mezi IPO primárních akcií a IPO sekundárních akcií je kapitál, který z nich plyne. Zatímco u prvně jmenované možnosti kapitál z této emise se využívá k dalšímu rozvoji a fungování společnosti, u IPO sekundárních akcií kapitál získávají stávající akcionáři. Této možnosti prvotní emise se proto využívá u privatizace státních podílů nebo při odchodu stávajících investorů (např. rizikového kapitálu).

### 2.2.2 Smysl prvotní veřejné nabídky akcií

Na veřejně obchodovaných světových trzích dochází každý den k neuvěřitelnému počtu obchodů s cennými papíry v řádu miliard dolarů. Život každého z nás je do určité míry ovlivňován jejich vývojem. Proto finanční trhy mohou být vnímány velice negativně. Nicméně ekonomické krize vyvolané kapitálovými trhy jsou chápány spíše jako určité poruchy na těchto trzích odrážející lidskou nedokonalost. Elementární význam finančních trhů i přes jejich vývoj zůstává stejný „*i v soudobých ekonomikách se složitou strukturou*“

*vztahů a institucí hrají nadále roli prostředníka mezi subjekty, které spoří, a mezi těmi, kteří hodlají investovat do tvorby kapitálu“* Liška a Gazda (2001, str. 68). Základním kamenem systému finančních trhů jsou právě prvotní veřejné nabídky cenných papírů, především akcií. Liška a Gazda (2001, str. 68) dále rozšiřují tuto myšlenku, když tvrdí, že *„je to právě trh primárních emisí, který stojí v pravém centru tohoto neustále se měnícího systému, je srdcem, které dává životadárnou krev ve formě kapitálu do organismu podnikatelské sféry současné ekonomiky“*. Prvotní veřejná nabídka cenných papírů má tudíž pro současnou ekonomiku zásadní význam.

Podniky realizující IPO byly po dlouhou dobu symbolem finanční síly, jistoty a důvěryhodnosti. Změna přišla s rozvojem „moderních technologií“, kdy investoři na úkor vidiny velkých zisků, investovali i do méně kvalitních a prověřených společností. Tento přehnaný optimismus vyvrcholil v roce 2001 splasknutím bubliny kolem „moderních technologií“, což způsobilo vážné hospodářské problémy a nedůvěru vůči IPO. Dalšími důvody, které měly za následek snížení důvěry investorů, bylo zkreslování účetních výkazů, špatná informovanost akcionářů a politická situace ve světě (např. teroristický útok 11. září v New Yorku). Náprava přišla až posílením regulačních opatření ze strany regulačních orgánů. Nicméně ne každá akciová společnost, která se rozhodla pro IPO, uspěje. Klíčovými předpoklady pro získání důvěry investorů je informativní otevřenost, transparentnost, přesvědčivý „investiční příběh“ a dobré hospodářské výsledky.

Motivy realizace prvotní veřejné nabídky akcií se liší podnik od podniku. Mohou jimi být stabilizace poměru cizího k vlastnímu kapitálu, žádost současných akcionářů, kteří chtějí odprodat svůj podíl ve společnosti, motivace zaměstnanců prostřednictvím benefitu ve formě akcií nebo marketingové účely.

## **2.3 Burza cenných papírů Praha**

Většina informací v této části je převzata z oficiálních stránek Pražské burzy cenných papírů. Pražská burza cenných papírů patří k menším burzám a v posledních letech se potýká s úbytkem IPO. Ale i přesto bude pro naši analýzu dostatečná.

### **2.3.1 Historie**

První zmínku o Pražské burze můžeme nalézt již v 19. století, přesněji v roce 1861, kdy došlo k založení tzv. Produktenhalle. Obchodovalo se především s komoditami na Koňském trhu a na Senovážném náměstí. Byly zde také snahy o založení jiných druhů burz

jako např. burzy peněžní, na plodiny a zboží – to se nakonec podařilo. Bohužel kvůli malému počtu investorů všechny tyto burzy zanikly.

Proto se za skutečný počátek Pražské burzy považuje rok 1871, kdy významné české podnikatelské osobnosti jako byl např. obchodník s cukrem Alois Oliva, vydaly prohlášení, na jehož základě byly zajištěny peněžní prostředky pro zřízení a chod burzy. Zpočátku se obchodovalo jak s cennými papíry, tak i s komoditami, u kterých byl dozajista nejvýznamnější obchod s cukrem, který se vyvážel do celého Rakouska-Uherska. Po první světové válce nicméně došlo k snížení produkce cukru v Českých zemích a to vedlo k snížení obchodu s touto komoditou, tím komoditní trh velice utrpěl a došlo k jeho zrušení. Poté se obchodovalo už jen s cennými papíry.

Avšak skutečný rozmach Pražskou burzu teprve čekal. Ten přišel v meziválečném období (1918-1939), kdy dokonce porazila Vídeňskou burzu. Naneštěstí tento rozmach netrval dlouho a s počátkem druhé světové války došlo k jejímu úplnému zrušení.

Znovu obnovena byla až po více než 60 letech, kdy po pádu komunismu v České a Slovenské federativní republice znovu zavládla demokracie. V roce 1991 vznikl Přípravný výbor pro založení Burzy cenných papírů Praha a 24. listopadu 1992 byla společnost Burza cenných papírů Praha, a.s., (dále jen BCPP) zapsána do obchodního rejstříku. První obchody se však uskutečnily až v dubnu 1993 (viz [www.finance.cz](http://www.finance.cz)). Prakticky okamžitě po zahájení obchodování byla BCPP doslova zavalena emisemi akcií (téměř jeden tisíc), a to především kvůli 1. vlně kuponové privatizace. Tento trend postupně klesal a emise akcií ubývaly. K dnešnímu dni – 9. březnu 2012, BCPP emituje pouze 26 akciových titulů. Za zmínku také stojí, že v roce 2001 se BCPP stala přidruženým členem Federace evropských burz (FESE) a v roce 2004 pak řádným členem. V tomto roce také získala od Komise pro cenné papíry a burzy (US SEC) statut definované zahraniční burzy, čímž se zařadila na seznam neamerických burz bezpečných pro investory.

### 2.3.2 Orgány a struktura burzy

**Valná hromada** – se skládá, stejně jako u jiných akciových společností, z akcionářů – největším akcionářem BCPP je společnost CEESEG Aktiengesellschaft, která drží 92,739 % akcií. Tato společnost je také hlavním akcionářem Vídeňské burzy, Budapešťské burzy a burzy v Ljubljani. Dále pak úzce spolupracuje s burzami v Sarajevu, Bukurešti a Banja Luce. Valná hromada je zároveň nejvyšším orgánem BCPP. Mezi její hlavní úkoly patří volba burzovní komory, dozorčí rady a vytváření předpisů.

**Dozorčí rada** – hlavní povinnosti dozorčí rady je dohlížení na burzovní komoru a na plnění činností spojených s fungováním burzy. Dozorčí rada je složena z šesti členů a volena valnou hromadou.

**Burzovní komora** – je jedním z nejdůležitějších orgánů BCPP, přebírá část povinností valné hromady, protože plní funkci představenstva, což z ní dělá statutární orgán BCPP. Hlavním úkolem burzovní komory je tedy řízení činnosti burzy a jednání jejím jménem. Má šest členů (počet členů se však může v jednotlivých letech lišit), kteří jsou voleni na 5 let.

**Burzovní výbor pro členské otázky** – jak již název napovídá, tento výbor se týká členů burzy, přesněji dohlíží, jestli členové burzy dodržují podmínky a povinnosti určené burzovními předpisy. Mimo jiné, přijímá a vylučuje jednotlivé členy burzy. Mezi nejvýznamnější členy, podle objemu obchodu, patří Patria Finance, a.s., Wood & Company Financial Services, a.s., Česká spořitelna, a.s., Československá obchodní banka, a.s., PPF bank, a.s., jak je patrné z Tab. 2.3.

Tab. 2.3: Objemy obchodů členů burzy 2010

<i>Člen</i>	<i>Akcie (mil. Kč)</i>
<i>Patria Finance, a.s.</i>	<i>20 669,153</i>
<i>WOOD &amp; Company Financial Services, a.s.</i>	<i>13 142,835</i>
<i>Česká spořitelna, a.s.</i>	<i>7 175,478</i>

<i>Člen</i>	<i>Dluhopisy (mil. Kč)</i>
<i>Česká spořitelna, a.s.</i>	<i>41 795,452</i>
<i>Československá obchodní banka, a. s.</i>	<i>15 149,118</i>
<i>PPF banka a.s.</i>	<i>12 957,671</i>

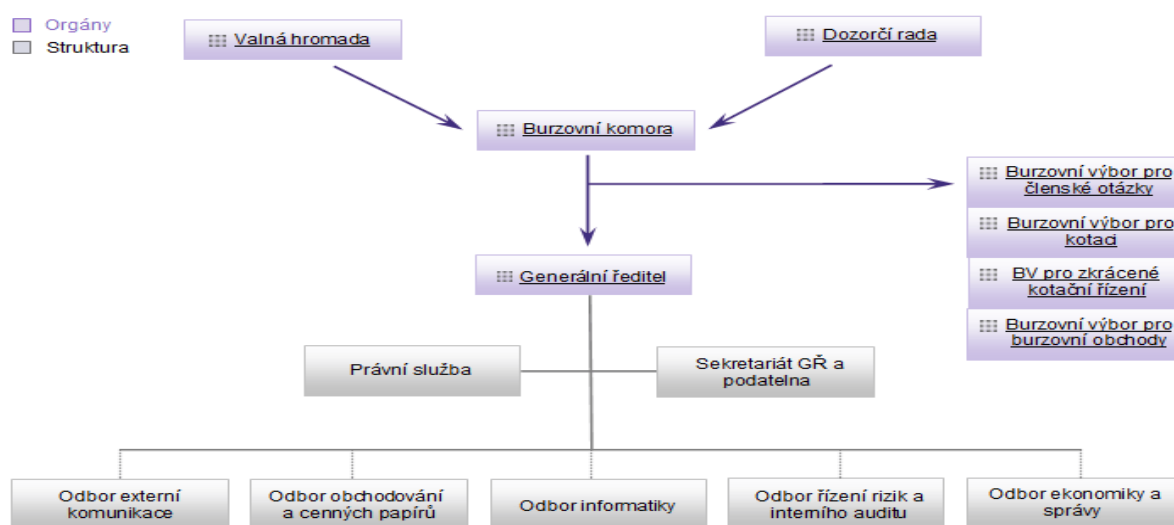
zdroj: www.bcpp.cz

**Burzovní výbor pro kotace** – se zabývá přijímáním cenných papírů k obchodování na hlavním trhu a kontrolou emitentů, konkrétně dodržováním jejich informačních povinností.

**Burzovní výbor pro zkrácené kotační řízení** – plní podobnou funkci jako burzovní výbor pro kotaci s tím rozdílem, že rozhoduje pouze o přijetí emisí týkajících se dluhopisového programu a dodatečných emisí jednotlivých emitentů hlavního trhu.

**Burzovní výbor pro burzovní obchody** – se zabývá funkčností, strukturou, parametry, likviditou a jinými podněty týkajícími se obchodování na BCPP. V tomto ohledu je BCPP, v porovnání s ostatními burzami, značně zaostalá. Pro příklad nemusíme chodit daleko, pokud srovnáme BCPP s druhou největší Českou burzou, RM systémem, můžeme si všimnout, že v zavádění nových produktů a funkcionalitě je RM systém modernější, což je patrné na funkcích jako např. Easyclick, Stoploss a vypořádání T+0 (BCPP T+3).

Obr. 2.2: Orgány a struktura burzy



Zdroj: [www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz)

### 2.3.3 Akcie na BCPP

Akcie patří mezi nejobchodovanější cenné papíry na BCPP. Lidé si často myslí, že akcie je pouze cenný papír s určitými právy, která se k němu vztahují, ale ve skutečnosti je to podíl na akciové společnosti. Slovy Bejamina Grahama (2009, str. 18) „*akcie není jen symbol nebo bod na obrazovce počítače; je to podíl na vlastnictví podniku, jenž má svou vlastní hodnotu, nezávislou na kurzu akcie*“. Proto je velice důležité si danou společnost poměrně dobře prověřit.

Na BCPP je celkem 28 akciových titulů - 14 na volném trhu a 14 na hlavním trhu. Z nichž se tvoří dva akciové indexy, jimiž BCPP disponuje – PX a PX-GLOB.

**Index PX** – byl vytvořen jako nástupce indexu PX 50 a PX-D, a to zejména z důvodu poklesu obchodovaných akcií na BCPP. Je složen z 14 emisí, které se obchodují na hlavním trhu, z čehož vyplývá, že se jedná o index složený z vysoce kvalitních a likvidních akcií (blue chips). Jednotlivé akcie mají v indexu různou procentuální váhu, která se odvíjí od tržní kapitalizace emise. Největší váhu mají ke dni 24.2.2012 akcie Erste Group Bank (21,8 %),

akcie ČEZu (19,38), Komerční banky (16,47 %) a Telefónicy C.R. (15,33 %). Index PX je cenovým indexem - zohledňuje pouze pohyby cen akcií bez dividend. Výpočet tohoto indexu je zobrazen v Obr. 2.3. Index PX začínal na hodnotě 1000 bodů, ovšem během celých devadesátých let se držel pod touto hodnotou. Největší pokles byl zaznamenán v roce 1998, kdy na českou ekonomiku dolehla ruská finanční krize, to měl hodnotu pouhých 316 bodů. Dalšími ranami byla Internetová bublina mezi lety 1995 a 2001 a teroristický útok 11. září 2001 ve Washingtonu. Poté následoval téměř nepřetržitý růst, který vyvrcholil 29. října 2007 na hodnotě 1936 bodů. Dnes, v důsledku světové finanční krize, je index velice nestabilní (viz Graf 2.4).

Obr. 2.3: Výpočet indexu PX

$$PX(t) = K(t) \times \frac{M(t)}{M(0)} \times 1000$$

$M(t)$  = tržní kapitalizace báze v čase  $t$

$M(0)$  = tržní kapitalizace báze ve výchozím datu (5. 4. 1994)

$K(t)$  = faktor zřetězení v čase  $t$

Zdroj: www.bcpc.cz

**Index PX – GLOB** – na rozdíl od indexu PX obsahuje ještě dalších 12 emisí z volného trhu, proto se označuje jako index s širokou bází, a tudíž i jeho likvidita je nižší. Jinak se od indexu PX moc neliší. Jeho výpočet je zobrazen v Obr. 2.4. Největší procentuální zastoupení ke dni 24.2.2012 v tomto indexu má Erste Group Bank (20,53 %), ČEZ (19,48 %) a Komerční banka (15,51 %) a Telefónica C.R. (14,44 %).

Co však stojí za povšimnutí, je porovnání vývoje indexu PX a PX-GLOB. Grafy obou indexu vypadají téměř shodně, z čehož vyplývá, že jednotlivé faktory, které ovlivňují cenu akcií (jako např. ruská finanční krize), mají téměř totožný vliv jak na blue chips, tak i na méně kvalitní akcie.

Obr. 2.4: Výpočet indexu PX – GLOB

$$PX-GLOB(t+1) = PX-GLOB(t) \times \frac{M(t+1)}{M^*(t)}$$

$M(t+1)$  = tržní kapitalizace báze v čase  $t + 1$   
 $M^*(t)$  = tržní kapitalizace báze v čase  $t$  po případné aktualizaci

Zdroj: [www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz)

Graf 2.4: Index PX



Zdroj : [www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz)

Graf 2.5: Index PX - GLOB



Zdroj : [www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz)

### 2.3.4 Burzovní trhy

Burzovní trhy se dělí na regulované a neregulované. Na neregulovaných trzích všechny podmínky, od přijetí po odchod emitenta z burzy, stanovují orgány Pražské burzy



cenných papírů. Tyto trhy se však na BCPP nevyskytují, a proto se jimi nebudeme zabývat. Regulované trhy se dělí na hlavní a volný trh.

### **Hlavní trh**

Obecně je známo, že na hlavním trhu společnosti musí plnit mnohem přísnější podmínky a jsou více regulovány než na volném trhu. Pro přijetí na BCPP musí emitenti splňovat následující kritéria:

- Tržní kapitalizace emise akcií musí být minimálně 1000000 EUR,
- Hodnota objemu emise dluhopisů minimálně 200000 EUR,
- Akcií musí být emitováno mezi veřejnost minimálně 25% ze základního kapitálu,
- Doba podnikatelské činnosti nejméně 3 roky.

Velice důležitou povinností emitenta je také vymezení základních informací, jako např. čtvrtletní výsledky hospodaření společnosti. Na hlavním trhu je k 9.4.2012 14 emisí akcií a 26 emisí dluhopisů.

### **Volný trh**

Na volném trhu mohou obchodovat společnosti, jež splňují obecně platné zákony týkající se kapitálových trhů, ty nejsou tak přísné jako u hlavního trhu. Některé společnosti toho využívají k ušetření nákladů spojených např. s výročními zprávami, poplatky apod. Jednotlivé podniky se však musí smířit s faktem, že v případě emise cenných papírů na volném trhu ztrácejí důvěru investorů. Volný trh na BCPP nabízí oproti hlavnímu trhu více druhů cenných papírů, a to 13 emisí akcií, 14 dluhopisů, 24 kupónů, 6 futures a 33 certifikátů a warrantů.

## **2.4 Proces prvotní veřejné nabídky akcií na BCPP**

Pokud se akciová společnost rozhodne získat kapitál pomocí prvotní veřejné nabídky akcií, musí počítat s časově a finančně nákladným procesem realizace IPO. V této části se budeme zabývat realizací IPO v českých podmínkách tedy na BCPP. Celkové pojetí IPO schvaluje valná hromada akciové společnosti na základě návrhu managementu.

Proces prvotní emise akcií se dělí podle časového měřítka na:

- předrealizační fáze,

- realizační fáze,
- postrealizační fáze.

#### 2.4.1 Předrealizační fáze

Tato fáze je v odborné literatuře označovaná také jako přípravná, protože potenciační emitent ještě před samotnou realizací musí splnit určité předpoklady pro veřejnou emisí akcií. Některé jsme již zmínili v podkapitole „Smysl emise“, nyní se jimi budeme zabývat podrobněji.

Podle Meluzína a Zineckera (2009) je prvním mikroekonomickým předpokladem **postavení společnosti na trhu**. Investoři jsou často velice nedůvěřiví vůči nově emitujícím společnostem, ty je proto musí přesvědčit, že podnikají v odvětví, které má velký potenciační růst. Důvěru je možné získat také pomocí přesvědčivého „investičního příběhu“, ten je podle Ježka a kol. (2004, str. 42) definován jako *„strategie společnosti transformovaná dle klasických marketingových zásad pro uvedení nového produktu na trh do podoby, která bude mít jednoznačný účinek na investory, analytiky, zákazníky i obchodní partnery, média i zaměstnance vlastní společnosti“*. Jednoduše řečeno „investiční příběh“ má za pomoci marketingových prostředků nabudit poptávku po IPO.

Druhým předpokladem je z pohledu **finančního účetnictví** zavedení Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS – International Financial Reporting Standards). Finanční účetnictví je jeden z hlavních zdrojů informací, které napomáhají investorům při rozhodování. Proto je důležité, aby jednotlivé společnosti dodržovaly stejné standardy a finanční účetnictví bylo srozumitelné napříč různými státy. Z toho důvodu Evropská unie vyzvala své členské státy, aby implementovaly IFRS do svých účetních zákonů. V České republice k tomu došlo 1.5. 2004, kdy vstoupily v platnost § 19a a 23a zákona o účetnictví, které udávají povinnost akciovým společnostem, jejichž akcie jsou obchodovány na regulovaných trzích, sestavovat účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky s použitím Mezinárodních účetních standardů. Akciová společnost vstupující na tyto regulované trhy musí podat, podle § 65 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, finanční výkazy ve formě IFRS za poslední tři účetní období. Tento proces trvá několik měsíců, proto je považován za časově nejnáročnější část předrealizační fáze IPO.

Třetím předpokladem je **finanční zdraví** podniku. Podle Ježka a spol. (2004) je společnost finančně zdravá, když:

- má tržby minimálně 30 mil. EUR (více než 900 milionů CZK) a tyto tržby rostou nejméně o 20-50 % ročně po dobu 3-5 let,
- vykazuje pozitivní operační Cash Flow a hospodářský výsledek před odečtením daní a úroků (EBIT),
- poměr zisku před zdaněním vzhledem k tržbám nepřevyšuje 10 % a/nebo není větší než tržní průměr.

Jak jsme v této bakalářské práci již zmínili mnohokrát, základním stavebním kamenem pro úspěšnou IPO je získání důvěry investorů, s tím blíže souvisí čtvrtý předpoklad, **splnění požadavků na správu a řízení (corporate governance)**. Vznikly v souvislosti se špatnou průhledností některých společností a téměř žádnou odpovědností managementu za způsobené problémy. Bylo tedy nutné vytvořit pravidla pro řízení společnosti na mezinárodní úrovni. Jedná se o úpravu vztahu mezi jednotlivými zainteresovanými subjekty podniku jako např. akcionáři, managementem, dozorčí radou. V corporate governance jsou pak dále nastíněny způsoby, jakými bude dosahováno vytýčených cílů a způsoby kontroly podniku. O vytvoření těchto principů se nejvíce zasloužila Evropská unie, Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (dále jen OECD) a Spojené státy americké. Požadavky na správu a řízení společnosti jsou na mezinárodní úrovni definovány velice obecně, a to především z důvodu implementace do jednotlivých národních ekonomik, každá je totiž rozdílná, a aby bylo možné corporate governance správně aplikovat, jsou tyto principy ještě dále upravovány. V České republice vznikl na základě OECD principů corporate governance **Kodex správy a řízení**. Tento kodex byl vytvořen zejména z popudu Komise pro cenné papíry. V Tab. 2.4 jsou uvedeny hlavní přínosy a důsledky vyplývající z Kodexu správy řízení pro potenciální emitenty.

Tab. 2.4: Přínosy a důsledky pro potencionální emitenty v rámci Kodexu správy a řízení

<i><b>Přínosy vyplývající z Kodexu správy a řízení</b></i>	<i><b>Potencionální emitenti by měli mít</b></i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>podpora průhlednosti a efektivitu trhu</i></li> <li>• <i>ochrana práv akcionářů a usnadňování jejich výkonu</i></li> <li>• <i>stejně zacházení se všemi akcionáři (minoritní, zahraniční)</i></li> <li>• <i>podpora aktuální spolupráce zainteresovaných stran v společnosti</i></li> <li>• <i>zajišťování včasného zveřejňování informací o společnosti</i></li> <li>• <i>zajištění strategického vedení společnosti a účinného monitorování managementu</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>transparentní organizační strukturu s přesně definovaným systémem řízení</i></li> <li>• <i>zkušený, přesvědčivý a stabilní vrcholový management</i></li> <li>• <i>silnou i druhou (nižší) úroveň managementu</i></li> <li>• <i>rychlé a precizní rozhodovací procesy</i></li> <li>• <i>jasně definované vlastnické poměry bez konfliktu zájmu</i></li> <li>• <i>existenční nezávislost na jediné osobě</i></li> <li>• <i>zavedeny systémy měření hodnoty společnosti pro akcionáře</i></li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

Pokud chce akciová společnost emitovat akcie, musí také splnit **požadavky na velikost a strukturu emise**. Je přirozené, že s rostoucím objemem emise akcií roste zájem investorů, především těch institucionálních, čímž se zvyšuje pravděpodobnost na upsání celé emise. V České republice objem emise upravuje zákon o podnikání na kapitálovém trhu, přičemž minimální hodnota je stanovena na 1 mil. EUR. Tato hodnota je počítána jako počet akcií vynásobený jejich emisním kurzem. Podle Ježka a spol. (2004) by však objem prvotní emise měl být minimálně 20 mil. EUR, aby přilákal dostatečný zájem investorů. Další skutečností, s kterou musí drobní emitenti počítat, je zvýšení poměru nákladů k celkovému přílivu kapitálu, a to z důvodu existence fixní složky nákladů, jak bylo uvedeno výše. Nejnižší množství emitovaných akcií na českém veřejně obchodovatelném kapitálovém trhu musí tvořit alespoň 25 % z celkového počtu akcií emitenta, ideální počet, vzhledem k likviditě emise, se však pohybuje kolem 30-40 % základního kapitálu akciové společnosti. Struktura společnosti závisí především na účelu IPO. Podnik vstupující na veřejný trh za účelem získání kapitálu pro další rozvoj, bude emitovat primární akcie. Pokud hlavním důvodem realizace IPO bude odprodej části podílu akciové společnosti, bude podnik emitovat sekundární akcie. Nicméně, jestliže management prodá své podíly, nevrhá to pochopitelně na IPO dobré světlo.

Šestou presumpcí jsou **makroekonomické předpoklady**. Obecně se pokládá za nejlepší čas na vstup na veřejně obchodovaný trh, když se ekonomika nachází v růstové fázi. V této fázi se jednotlivé podniky již vzpamatovaly z recese a ekonomika se začíná znova ožивovat. Postupně dochází k plnému využívání zdrojů a vzniká potřeba je rozšiřovat, k tomu

je zapotřebí získání kapitálu, a to jak formou bankovních úvěrů, tak i pomocí IPO. Dalším obdobím vhodným pro realizaci IPO je, když se ekonomika nachází těsně před vrcholem hospodářského cyklu. Podle Meluzína a Zineckera (2009, str. 165) společnosti v tomto období „*vykazují velmi dobré výsledky hospodaření, mají vysokou výkonnost a odvětví, ve kterém působí, je na vrcholu svého růstu, je pro společnosti ve stále větší míře motivující pro vstup na kapitálový trh formou IPO*“.

Posledním, sedmým předpokladem, který musí potencionální emitenti splnit před prvotní veřejnou nabídkou akcií je **informační otevřenost**, to znamená být připraven na zveřejňování informací ohledně podniku a prezentovat ho před investory a akcionáři.

## 2.4.2 Realizační fáze

Česká odborná literatura, věnující se problematice IPO – Liška a Gazda (2001), Meluzín a Zinecker (2009), Ježek a spol. (2004) a Nývltová a Režňáková (2007), se shoduje na stejném procesu realizační fáze prvotní veřejné nabídky. Jednotlivými kroky jsou:

1. výběr manažera emise a ostatních partnerů pro realizaci IPO,
2. volba trhu pro IPO.
3. due diligence.
4. vnitřní ocenění emitujícího podniku,
5. svolání valné hromady,
6. vytvoření emisního prospektu,
7. schválení emisního prospektu,
8. jednání s organizátorem regulovaného trhu,
9. roadshow,
10. určení výše emisního kurzu akcií a jejich alokaci mezi investory
11. přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu.

### Výběr manažera emise a ostatních partnerů pro realizaci IPO

Jednotlivé podniky obvykle nemají dostatek know-how, aby samostatně realizovaly IPO, proto základem úspěšné emise akcií je výběr vhodného **manažera emise**, někdy označovaného jako aranžér. Manažer emise provází emitenta celým procesem realizace IPO, pomáhá mu s výběrem trhu, ostatních členů realizačního týmu, nastavováním kurzu a struktury emise a dalšími kroky. Jedná se zejména o národní nebo mezinárodní investiční banku v pozici obchodníka s cennými papíry. V mnoha případech se využívají místo jednoho manažera emise **syndikáty** finančních institucí, převážně u velkých IPO. Výhody plynoucí

ze syndikátu jsou jasné, více finančních institucí osloví více investorů. Jinými slovy syndikát finančních institucí je schopný přesněji určit emisní kurz akcie a zvýšit zájem mezi investory, čímž se zvyšuje pravděpodobnost upsání celé emise. Důležitou roli hraje také **právní poradce**. Jeho význam spočívá v kontrole právního rámce v průběhu emise, aby nedocházelo ke konfliktům s domácím a zahraničním právem, vytváření prospektu emitenta spolu s aranžérem emise, provádění právní prověrky emitenta – právního auditu (angl. legal due diligence) a v dohlížení na informace poskytované investorům. V realizačním týmu nesmí taktéž chybět **auditor a daňový poradce**, kteří ověřují finanční výkazy, na základě kterých se sestavuje prospekt emitenta a oceňují akcie. Auditor a daňový poradce také provádí celkovou finanční prověrku emitenta (angl. financial due diligence), jejímž výstupem je dokument tzv. „Comfort Letter“, oznamující manažerovi emise, že informace v prospektu se shodují s reálnými informacemi. Nezbytnou povinností auditora je převedení finančních výkazů z Českých účetních standardů (CAS) do Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS). Pro jednání s investory, organizaci valných hromad, prezentaci společnosti na veřejnosti, vytváření image společnosti, je důležité najmout ještě **poradce pro vztahy s investory a veřejností**. Ten by měl mít již nějakou zkušenost v oblasti finančního marketingu a jednání s investory. Posledním nezbytným subjektem realizačního týmu je **interní tým emitenta**. Ten se skládá zejména z jeho vrcholového managementu a předává informace o podniku ostatním členům podílejícím se na první veřejné nabídce akcií. Jednotliví členové realizačního týmu jsou zobrazeni v Obr. 2.5.

Obr. 2.5: Realizační tým



zdroj: vlastní zpracování

Poté co si emitent důkladně vybere svůj realizační tým, aranžér emise prověří interní fundamentální analýzou naopak emitenta a podepíše s ním **mandátní smlouvu**. Ta definuje jejich vztah, úkoly a očekávání během přípravného období emise, až do podepsání smlouvy o upsání akcií, v té se manažer emise a ostatní upisovatelé zavazují odkoupit domluvený objem emise za určitou cenu. Mandátní smlouvou se manažer emise chrání před faktem, že pokud z jakéhokoli důvodu nedojde k emisi akcií, budou mu uhrazeny vynaložené náklady. Největším nákladem pro emitenta je tzv. gross spread (viz v následující kapitole), které je také obsaženo v mandátní smlouvě. Podle Ellis, Michaely a O'hara (1999) získá cca 20 % z gross spreadu aranžér emise za jeho služby, dalších cca 60 % si rozdělí ostatní upisovatelé a zbylých cca 20% představuje skutečně vynaložené náklady na úpis akcií.

### Výběr trhu pro uskutečnění IPO

Následně po tom, co aranžér emise má otestovanou připravenost emitenta, vybere pro něj vhodný kapitálový trh. V dnešní době, kdy dochází k propojování jednotlivých burz, každá chce získat pro sebe co nejvíce kvalitních emisí, a tím posilnit svou pozici. Proto mnoho burz snižuje své vstupní a průběžné poplatky, jako např. BCPP, když úplně zrušila vstupní poplatky. V Tab. 2.5 jsou uvedeny jednotlivé faktory ovlivňující volbu veřejného trhu jak na straně emitenta, tak na straně trhu.

Tab. 2.5: Faktory ovlivňující výběr veřejného trhu pro IPO

<i>Na straně emitenta</i>	<i>Na straně trhu</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>umístění podnikatelských aktivit</i></li> <li>• <i>tržní kapitalizace emise</i></li> <li>• <i>očekávaná likvidita podnikových akcií</i></li> <li>• <i>náklady spojené s emisí akcií</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>požadavky kladené na emitenta a akcie</i></li> <li>• <i>poplatky za přijetí akcií k obchodování</i></li> <li>• <i>aktuální situace na trhu (likvidita a segmentace)</i></li> <li>• <i>průběžné poplatky za obchodování akcií</i></li> </ul>

Zdroj: Nývtová a Režnáková (2007)

Pro emitenta je rozhodujícím faktorem umístění jeho podnikatelské aktivity, protože převažující podnikatelské aktivity a vztahy s dodavateli či odběrateli rozhodují o počtu potencionálních investorů. Tržní kapitalizace emise do značné míry ovlivňuje likviditu emise a čím větší je likvidita, tím zajímavější je emise v očích investorů. Na likviditu však nemá

vliv pouze emitent, ale také likvidita trhu jako celku. V analýze IPO, která je zpracována v následující kapitole, si přiblížíme jako cílový trh BCPP.

### **Due diligence**

Když je vybrán trh pro uskutečnění IPO, dochází k prvnímu společnému setkání celého realizačního týmu (angl. kick-off meeting). Toto setkání je z pohledu IPO velice důležité, protože zde jednotliví poradci připravují **hloubkovou prověrku** emitující společnosti (angl. due diligence), skládající se z:

- právní prověrky (angl. Legal due diligence), kterou zabezpečuje právní poradce,
- ekonomické prověrky (angl. Economical due diligence), již organizuje aranžér emise,
- finanční a účetní prověrky (angl. Financial due diligence), zajišťovanou auditorem a daňovým poradcem.

Všichni z účastníků due diligence jsou povinni na této schůzi obeznámit management společnosti s dokumenty, informacemi a finančními výkazy, které budou potřebovat k prověření společnosti. Výsledky hloubkové prověrky podniku nejsou nikde zveřejňovány, slouží pouze jako podklad pro vytvoření prospektu, identifikaci právních rizik v podnikání společnosti a stanovení hodnoty společnosti jako podkladu pro určení nabídkové ceny akcií.

### **Vnitřní ocenění emitující společnosti**

V tomto kroku se určuje vnitřní hodnota společnosti, vzniká **cenové rozpětí akcií**, které se využívá pro jednání s potencionálními investory o stanovení emisního kurzu akcií. Oceňování podniku se většinou provádí na základě metody diskontovaného cash flow, pokud se však jedná o mladé společnosti, tato metoda není příliš vhodná, jelikož budoucí cash flow je těžké určit. V takovýchto případech se využívá porovnání s podobnými společnostmi, které již emitovaly své akcie na burze. Porovnávají se hlavně tržní ukazatele jako např. P/E ratio (poměr ceny akcie a zisku na akcii), market-to-book ratio (poměr tržní ceny k účetní hodnotě akcie) nebo price-to-sell ratio (poměr tržní kapitalizace společnosti a jejích tržeb).

Jestliže je hlavním důvodem pro realizaci IPO odprodej podílů stávajících akcionářů, může dojít k zamítnutí celého procesu. A to především v situaci, kdy stávající akcionáři nejsou spokojeni s odhadnutou cenou.



## Svolání valné hromady

Podle § 187 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku rozhoduje o navýšení základního kapitálu u akciových společností **valná hromada**. Nicméně zákon také umožňuje, aby valná hromada svěřila tuto povinnost **představenstvu** společnosti „*usnesením valné hromady lze pověřit představenstvo, aby za podmínek určených tímto zákonem a stanovami rozhodlo o zvýšení základního kapitálu upisováním akcií nebo z vlastních zdrojů společnosti s výjimkou nerozděleného zisku, nejvýše však o jednu třetinu dosavadní výše základního kapitálu v době, kdy valná hromada představenstvo zvýšením základního kapitálu pověřila*” (zákon č. 513/1991, § 210). Komplikace mohou nastat v případě, kdy stanovy společnosti neumožňují převedení rozhodovacího práva o úpisu akcií na představenstvo. Svolání představenstva je organizačně mnohem méně náročné, než svolání všech akcionářů, proto je velice výhodné převedení rozhodovacího práva na představenstvo, které tak může načasovat IPO na ekonomicky přijatelné období. Další možnou překážkou je přednostní právo akcionářů na úpis akcií, v případě IPO je však nutné toto právo vyloučit. Podle obchodního zákoníku nelze toto právo úplně omezit či vyloučit s výjimkou důležitého zájmu akciové společnosti, a to ve stejném rozsahu pro všechny akcionáře.

Poté, co se usnese valná hromada, popřípadě představenstvo, na zvýšení základního kapitálu, musí být do 30 dnů podán návrh o tomto usnesení na zápis do obchodního rejstříku. Tento proces je někdy označován jako **první zápis do obchodního rejstříku**.

## Vytvoření a schválení emisního prospektu

Na základě výsledků vyplývajících z due diligence začne manažer emise spolu s ostatními členy realizačního týmu, především s právním poradcem, **sestavovat emisní prospekt**.

Emisní prospekt podle Nývltové a Režňákové (2007, str. 137) „*je dokument, který obsahuje soubor informací poskytujících potenciálním investorům dostatečný podklad pro kvalifikované posouzení nabízených akcií*“. Náležitosti prospektu jsou upravovány Nařízením Komise ES č. 809/2004, kterým se provádí směrnice o prospektu cenného papíru 2003/71/ES, nicméně pokud se organizátor regulovaného trhu, na který mají být akcie emitovány, rozhodne, že tyto informace nejsou dostatečné, musí emitent prospekt doplnit. Informace uvedené v prospektu musí být přirozeně úplné a přesné. Protože je emisní prospekt určen širokému okruhu investorů, musí být srozumitelný a vypracovaný vždy v českém, respektive v anglickém jazyce. Při vytváření prospektu si však realizační tým emitenta musí

dát pozor, aby příliš nezjednodušil informace a tím nedošlo k jejich zkreslení. Významné informace, které musí prospekt obsahovat, jsou zobrazeny v Obr. 2.6.

Obr. 2.6: Významné informace, které musí obsahovat emisní prospekt



Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

Před podáním prospektu regulátorovi trhu by se měl manažer emise ujistit, že je vše v pořádku, jinak může dojít k zamítnutí prospektu a tím k zbytečnému vynaložení nemalých nákladů. Emitent má právo odevzdat ke schválení také tzv. **předběžný prospekt** (angl. preliminary prospectus). Ten se od úplného prospektu příliš neliší – většina informací je stejná, např. seznam účetních uzávěrek, údaje o rizicích nebo zainteresovaných subjektech společnosti. Rozdíl je v informacích, které nelze v této fázi IPO přesně určit, většinou se jedná o emisní kurz a počet upsaných akcií, jež jsou ovlivněny poptávkou investorů, vznikající až po zveřejnění prospektu. V předběžném prospektu však musí být uvedeno, jakou cestou budou tyto informace zjištěny a doplněny.

Dozor nad kapitálovým trhem má od roku 2006 Česká národní banka, do té doby tuto funkci plnila Komise pro cenné papíry. Ta se při **schvalování** prospektu, popřípadě předběžného prospektu, nezabývá správností uvedených informací, ale pouze jejich úplností. Za nesprávnost informací odpovídá emitent, představenstvo nebo poradci, kteří vytvářeli prospekt. ČNB má povinnost rozhodnout o IPO žádosti do dvaceti dnů od jejího doručení. Spolu s touto žádostí je emitent povinen požádat ČNB o přidělení ISIN - identifikačního čísla cenných papírů stejné emise.

Poté, co ČNB schválí emisní prospekt, dochází k jeho uveřejnění. Možností, jak uveřejnit prospekt, je hned několik, liší se v závislosti na vynaložených nákladech a cílování vhodných investorů. Možnostmi jsou:

- internetové stránky emitenta a manažera emise,
- internetové stránky ČNB,
- brožura, dostupná v sídle ČNB nebo v sídle emitenta a manažera emise,
- minimálně jeden celostátně distribuovaný deník v úplném znění.

Jestliže dojde k významné změně ve skutečnostech uvedených v prospektu v době před uplynutím závazné doby veřejné nabídky nebo před přijetím akcií k obchodování na veřejném trhu, musí emitent napravit tyto skutečnosti v tzv. **dodatku prospektu**. Ten musí být také schválen ČNB a poté zveřejněn.

### **Jednání s organizátorem regulovaného trhu**

Současně s průběhem schvalování prospektu Českou národní bankou dochází k jednáním s organizátorem regulovaného trhu, kterým je v ČR BCPP. Manažer emise spolu s právními poradci předloží žádost o přijetí akcií k obchodování na oficiálním trhu. Výbor pro kotace posoudí, zda informace v prospektu odpovídají realitě a zda byl schválen ČNB, popřípadě správně uveřejněn. Pokud je vše v pořádku, výbor pro kotaci schválí žádost do 30 dnů od jejího doručení.

### **Roadshow**

Tento krok by se dal označit jako hlavní marketingová kampaň IPO. Manažer emise spolu s poradcem pro vztahy s investory připraví prezentaci pro potenciální investory a vyškolí finančního a výkonného ředitele k jejímu představení. Poté, po dobu jednoho až dvou týdnů dochází k osobním setkáním s potenciálními investory, zpravidla institucionálními, kdy se manažer emise spolu s vrcholovým management emitenta snaží „prodat“ podnikatelský záměr emitenta neboli investiční příběh.

V průběhu roadshow přijímá vedoucí manažer emise, případně další upisovatelé, předběžné nabídky od budoucích investorů ohledně objemu a ceny akcií a tím začíná **upisovací období**. Když už jsou všechny nabídky zkompletovány, končí upisovací období, a dochází k závěrečnému jednání mezi manažerem emise, managementem společnosti a právním poradcem. Výsledkem je stanovení emisního kurzu, objemu emise a struktury budoucích investorů. Tyto informace jsou bezprostředně předány ČNB a zpracovány do konečného prospektu. Zpravidla poté dochází k uzavření **smlouvy o upsání akcií** (angl.

underwriting agreement) mezi emitentem a manažerem emise, popřípadě ostatními upisovateli, kde se tyto upisovatelé zaváží k upsání určitého počtu akcií.

### **Určení výše emisního kurzu akcií a jejich alokace mezi investory**

Mezi nejčastější způsoby stanovení emisního kurzu akcií jsou považovány:

- aukce,
- prodej za fixní cenu,
- bookbuilding.

**Aukce** – pro stanovení emisního kurzu pomocí aukce se nejčastěji využívá americká nebo holandská aukce. Při **americké aukci** jednotliví investoři sdělí své požadavky na maximální cenu a objem požadovaných akcií. Na základě těchto poptávek se určí emisní cena akcie, při které se nabídka rovná poptávce. Tato cena je pak stejná pro všechny investory. Při **holandské aukci** je proces skoro stejný jako u americké, s tím rozdílem, že investoři musí zaplatit cenu, za kterou akcie poptávali.

**Prodej za fixní cenu** – tento způsob stanovení emisního kurzu se v praxi realizuje jen velice těžko. Manažer emise odhadne cenu, za kterou budou akcie posléze nabízeny. Jedná se však pouze o odhad, jelikož bez uvedení akcií na sekundární trhy je téměř nemožné určit správnou cenu IPO. V souvislosti s touto metodou tak dochází k dvěma zásadním problémům. Prvním je podhodnocení emisního kurzu. V tomto případě aranžér nastaví kurz příliš nízko, což vede ke ztrátě, jelikož akcie mohly být prodány za vyšší cenu. Druhým problémem je naopak přílišné nadhodnocení kurzu akcie, kdy může dojít k neupsání celé emise a tím k zbytečným nákladům.

**Bookbuilding** – patří mezi nejrozšířenější metodu, která je používána pro stanovení emisního kurzu a alokaci akcií mezi investory na světě. Dělí se na tři fáze, přičemž v první fázi dochází k výběru investorů manažerem emise, kteří se budou účastnit IPO. Podmínkou výběru investorů je jejich zkušenost s oceňováním a nakupováním podobných společností jako je emitent. Proto jsou oslovováni hlavně institucionální investoři, naopak drobní investoři jsou v této fázi zpravidla vyloučeni. Nicméně i pro ně je rezervován určitý podíl emise. V druhé fázi jednotliví investoři sdělují své poptávky v rámci určitého rozmezí,

nastaveného manažerem emise. Podle Nývltové a Režňákové poptávka může být definována několika způsoby:

- strike bid – investor formuluje poptávané množství akcií bez ohledu na cenu v daném cenovém rozpětí,
- limit bid – investor určí poptávané množství akcií za určitou cenu,
- step bids – investor poptává různé množství akcií za různé ceny v rámci limit bidu

Tento proces trvá zhruba 8-10 pracovních dnů a cenové rozmezí i jednotlivé nabídky se v tomto období mohou různě měnit. Ve třetí fázi aranžér spolu s emitentem určí konečný emisní kurz akcií a jejich alokaci mezi investory. Avšak tento kurz není stanoven na základě střetu nabídky s poptávkou, jako tomu je např. u aukce. Poptávky budoucích investorů jsou pouze orientační. Ve skutečnosti manažer emise a emitent mají poměrně velké pravomoci při určování kurzu a struktury potencionálních investorů. Jinými slovy, záleží pouze na know-how aranžéra a jeho metod při sestavování emisního kurzu. Tyto metody nejsou nikde zveřejňovány, což vede k netransparentnosti při stanovení emisního kurzu pomocí bookbuildingu.

### **Přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu**

Po skončení upisovacího období nastává skutečný úpis akcií, kdy manažer emise, popřípadě ostatní upisovatelé zaplatí emisní cenu akcií na vázaný účet. Během tohoto **prvního vypořádání** (angl. first closing) jsou také stvrzeny nákupní příkazy investorů a rozsah jejich uspokojení. Po úspěšném upsání akcií obvykle požádá emitent organizátora regulovaného trhu – BCPP o **přijetí akcií k obchodování**. V rámci tzv. **druhé vypořádání** dá valná hromada, respektive představenstvo, příkaz Středisku cenných papírů k vydání akcií a jejich připsání na účty upisovatelů. V tomto okamžiku získává emitent k dispozici peněžní prostředky vyplývající z IPO, snížené o hrubý spread a ostatní náklady. Následně je valná hromada, popřípadě představenstvo, povinno podat návrh na zapsání nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku, tzv. **druhý zápis**.

### **2.4.3 Post – realizační fáze**

Uvedením akcií na sekundární trh obvykle práce manažera emise nekončí. Jeho další povinností je stabilizace kurzu na těchto trzích a to pomocí tzv. **opce navýšení** (angl. Green

Shoe option nebo overallotment option). Podle Meluzína a Zineckera (2009, str. 63) se jedná o „*právo na úpis dalších akcií po uskutečnění prvotní veřejné nabídky akcií, zpravidla ve výši 10-15 % z celkového počtu nabízených akcií*“. Využití opce navýšení závisí výhradně na situaci na trhu po prvotní veřejné nabídce. Jádrem stabilizačního principu je alokace většího množství akcií aranžérem, čímž se dostává do tzv. krátké pozice, která je zaručena některým stávajícím akcionářem pomocí opcí navýšení. Jestliže akcie emitenta klesají, aranžér začne skupovat nadlimitně emitované akcie s cílem podpořit ceny těchto akcií. Naopak pokud ceny akcií rostou, manažer emise nenakupuje zpětně akcie, jinými slovy nesnižuje krátkou pozici. Pokud je poptávka po prvotní veřejné nabídce akcií velká, je zde vysoká pravděpodobnost plného využití opcí navýšení.

Další možnosti stabilizace emisního kurzu je „**lock-up period**“. V období po realizaci IPO se stávající akcionáři zaváží manažerovi emise, že po určitou dobu, zpravidla to bývá 180 dní, neprodají akcie společnosti, aby tak nesnižovali emisní kurz akcií.

Celý proces realizace IPO, včetně časové náročnosti, je znázorněn v Příloze č. 2.

## 2.5 Metodologie, výzkum a omezení analýzy

V následující kapitole bude provedena jak analýza nákladů spojených s realizací IPO, tzn. z pohledu emitentů, tak analýza z pohledu investorů. Obě tyto analýzy budou provedeny na základě komparativní metody. Výsledky analýzy nákladů na BCPP budou porovnávány s náklady na ostatních světových burzách. Obecně platí, že investoři jsou zaměřeni především na výnosnost aktiv ve svém portfoliu, proto analýza z pohledů investorů bude zaměřena na tuto problematiku, kdy bude porovnána výnosnost jednotlivých IPO na BCPP s indexem PX, který reprezentuje celkový trh.

Výzkum byl prováděn na základě informací ze sekundárních zdrojů, popřípadě z informací plynoucích od zaměstnanců jednotlivých společností získaných v dotazníku. Tento dotazník byl vytvořen za účelem získání potřebných informací pro analýzu a byl rozeslán jednotlivým společnostem, jež emitovali své akcie na BCPP. Z celkového počtu sedmi zaslaných dotazníků, byly zpětně obdrženy a vyhodnoceny dva. Tento dotazník je možné najít v Příloze č. 3.

Jedním z hlavních omezení analýzy IPO na BCPP je časový nesoulad. Na BCPP byly přímé průměrné náklady zjištěny mezi lety 2004-2011, zatímco u analýzy Kaserera a Schierecka (2007) v období mezi lety 1999-2007. Dále pak poplatky za přijetí IPO k obchodování a za roční obchodování akcií byly na BCPP zkoumány za rok 2011, přičemž

byly porovnávány se studií Oxery (2006), ve které byly analyzovány tyto poplatky za rok 2005. Bylo však zjištěno, že poplatky na BCPP se od roku 2005 příliš nezměnily.

Druhým omezením je skutečnost, že málokteré společnosti zveřejňují informace o nákladech spojených s IPO, především náklady na gross spread. Tyto informace byly převzaty od Meluzína a Zineckera (2009), mohou se však v jednotlivých publikacích lišit v závislosti na způsobu výpočtu.

Třetím a zároveň posledním omezením spojeným s analýzou IPO na BCPP je malý vzorek testovaných IPO na BCPP. Pouze 7 společností v celé historii Pražské burzy realizovalo IPO, což snižuje věrohodnost zjištěných výsledků.

### 3 Analýza primárních emisí akcií

Základním předpokladem pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií je její výhodnost či nevýhodnost pro emitenty. Proto budou v první části této analýzy uvedeny základní výhody a nevýhody spojené s IPO. Nicméně hlavním cílem této bakalářské práce je analyzovat IPO na BCPP a to jak z hlediska emitentů, tak z hlediska investorů. Z tohoto důvodu v druhé části provedeme výzkum a přiblížíme si jednotlivé společnosti, jež emitovaly prvotně své akcie na BCPP. V třetí části se zaměříme na výši nákladů spojených s tímto zdrojem kapitálu, jelikož náklady, jak následně uvedeme, plní velice důležitou roli při rozhodování o realizaci IPO a jsou základní nevýhodou spojenou s IPO. V čtvrté části se blíže podíváme na IPO z pohledu investorů, kdy budeme porovnávat výnosnost IPO na BCPP s indexem PX.

#### 3.1 Výhody plynoucí z IPO

**Finanční flexibilita** – na rozdíl od úvěrového financování, finanční zdroje získané pomocí IPO nejsou omezovány účelem jejich použití. Zpravidla jsou tyto kapitálové zdroje užívány pro další růst podniku. Pro IPO se mnohdy uchylují akciové společnosti, jejichž poptávka po kapitálu překračuje interní zdroje nebo bankovní úvěry. Na finančních trzích je totiž nespočet potencionálních investorů, od kterých je možné získat velký objem kapitálu, což také přispívá k diverzifikaci rizika. Dalším přínosem nově získaného kapitálu je zvýšení likvidity podniku a snížení možnosti bankrotu v důsledku většího podílu vlastního kapitálu ve finanční struktuře.

**Vylepšení image podniku** – společnosti vstupující na veřejné trhy s cennými papíry jsou daleko více monitorovány médii než zbylé soukromé společnosti. Můžeme doslova říci, že „vystupují z davu“ a dostávají se do podvědomí lidí – potencionálních klientů. Z tohoto důvodu je IPO považováno za určitou formu marketingu. Publicita spojená s IPO má kladný dopad na sjednávání bankovních úvěrů a jednání s obchodními partnery. Informace o hospodářské situaci předkládané veřejnosti mohou zlepšit vnitřní kontrolní mechanismy a tím zefektivnit chod podniku.

**Výhody pro akcionáře, vedení a zaměstnance podniku** – jak již bylo zmíněno výše, akcionáři, kteří chtějí vystoupit z akciové společnosti, mají v případě IPO možnost toto učinit kdykoliv a odprodat svůj podíl za tržní cenu akcie. Pro vedení podniku představují výhodu hlavně manažerské opce, poskytující právo (ne povinnost) koupit předem stanovený objem



akcií svého podniku v přesně vymezeném časovém období v budoucnu za předem stanovenou cenu, většinou za cenu obchodovanou na trhu v době získání opce. To motivuje vedoucí pracovníky k vytváření podmínek pro růst společnosti. Vydávání zaměstnaneckých akcií reprezentuje pro zaměstnance určitou formu motivačních benefitů. Při růstu společnosti roste také hodnota těchto akcií a rozdílem mezi nabývací a prodejní hodnotou je benefit pro zaměstnance.

**Řešení generačních problémů** – v rodinných podnicích dochází k problémům v hledání vhodného nástupce za stávajícího generálního ředitele. Jednou z možností jak předcházet těmto problémům je převedení soukromé společnosti na veřejně obchodovatelnou. Dochází tak k oddělení vlastnictví od řízení společnosti.

### 3.2 Nevýhody plynoucí z IPO

**Tržní fluktuace** – situace na sekundárních trzích bývá často nepředvídatelná. Hospodářské výsledky společností a jejich aktuální situace je pod drobnohledem stávajících, ale i potencionálních akcionářů. Jejich různá reakce na určité skutečnosti jako např. situace v odvětví, aktuální hospodářský cyklus apod. ovlivňuje cenu akcie. Ta proto nemusí odpovídat aktuální hodnotě podniku.

**Náklady spojené s IPO** – vzhledem k obsáhlosti a důležitosti bude tato „nevýhoda“ rozebrána samotně a podrobněji v následující části.

**Nepřátelské převzetí** – je určitým paradoxem IPO. Podniky snažící se získat kapitál prostřednictvím IPO pro další růst společnosti, který bývá často způsobený „pohlcováním“ jiných podniků, se samy stanou předmětem nákupu. Této situaci se dá částečně zabránit, a to upsáním prioritních akcií (těch může být v České republice upsáno pouze 50% základního kapitálu) nebo upsáním pouze části kmenových akcií v rámci IPO.

**Uveřejňování informací** – základem pro úspěch na finančních trzích je získání důvěry investorů, proto vztahy s investory (angl. investor relations) jsou podstatou stability a růstu kurzů akcií. Informační povinnosti emitentů přispívají značnou mírou k udržování této důvěry. Nicméně pro jednotlivé podniky odhalování citlivých informací, zejména pak ohledně výzkumu a vývoje a nimi spojenými inovacemi, není nic příjemného. Vzniká zde riziko

využití těchto informací konkurencí. Akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na veřejných trzích, jsou pod přísným dozorem auditorů, kteří nepřipouštějí žádné „vyhýbání se“ účetním a daňovým zákonům. V České republice jsou emitující společnosti povinny emitovat své hospodářské výsledky v čtvrtletních, pololetních a ročních zprávách, což pro ně může být značně administrativně náročné, nemluvě o přidružených nákladech.

### **3.3 Náklady spojené s prvotní veřejnou nabídkou akcií**

Mezi hlavní důvody pro nerealizaci IPO uváděnými podniky, jsou náklady spojené s touto formou získání kapitálu. Výše nákladů se může výrazně lišit v závislosti na burze, kvalitě manažera emise, formy a objemu emise nebo země, ze které emitent pochází.

Podle Oxery (2006) se rozlišují:

- náklady na realizaci IPO,
- náklady vyplývající z obchodovatelnosti akcií.

První kategorie nákladu vzniká jednorázově při vstupu emitenta na veřejné trhy, přičemž s rostoucím objemem emise klesají, to je způsobeno podle Nývltové a Režňákové (2007, str. 147) *„jednak tím, že některé z nákladů jsou fixního charakteru a tedy s růstem objemu emise na jednotku klesají, ale především tím, že i proporcionální složka (gross spread) se s velikostí emise snižuje“*. Druhá kategorie souvisí s obchodováním na těchto trzích, kdy se náklady vytvářejí průběžně. V Tab. 3.1 je vyobrazena detailní struktura těchto nákladů.

Tab. 3.1: Náklady spojené s prvotní veřejnou nabídkou

<i>Náklady prvotní veřejné nabídky</i>	
<i>Náklady na realizaci IPO</i>	<i>Náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií</i>
<p><b>Přímé náklady</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Poplatky upisovatelům (gross spread)</i></li> <li>• <i>Poplatky za přijetí akcií k obchodování</i></li> <li>• <i>Poplatky profesionálům</i></li> <li>• <i>Náklady na marketingové aktivity</i></li> <li>• <i>Interní náklady emitenta</i></li> </ul>	<p><b>Přímé náklady</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Náklady spojené s regulačními požadavky a požadavky na správu a řízení společnosti (corporate governance)</i></li> <li>• <i>Roční burzovní poplatky</i></li> <li>• <i>Náklady intenzivního zveřejňování informací</i></li> </ul>
<p><b>Nepřímé náklady</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Podhodnocení emisního kurzu akcií (underpricing)</i></li> </ul>	<p><b>Nepřímé náklady</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu</i></li> </ul>

Zdroj: Meluzín a Zinecker (2009) a Oxera (2006)

Jak je patrné z Tab. 3.1, náklady na realizaci IPO i náklady vyplývající z obchodovatelnosti akcií na veřejných trzích mohou být přímé a nepřímé.

### 3.3.1 Přímé realizační náklady IPO

**Gross spread neboli hrubý spread** je rozdíl mezi cenou, za jakou upisovatel odkoupí akcie emitenta, a emisním kurzem, za který jsou akcie poté nabízeny na sekundárních trzích. Součástí gross spreadu je také odměna manažeru emise za poskytnuté služby, proto je označován za hodnotově nejvyšší náklad. Většinou se vyjadřuje v procentech z celkového objemu emise.

**Poplatky za přijetí akcií k obchodování** tvoří další náklad, který je součástí uskutečnění IPO. Jejich výše je rozdílná trh od trhu. Z empirických výzkumů vyplývá, že jejich hodnota se pohybuje do 0,05 % z objemu emise, což znamená, že vzhledem k celkovým nákladům IPO jsou bezvýznamné.

**Poplatky profesionálům**, kterými jsou např. daňoví konzultanti, právní poradci nebo auditoři, spolu s **náklady na marketingové aktivity** (angl. roadshow) a **interními náklady** tvoří v průměru 3-6% z objemu emise. Tyto náklady jsou nicméně velice individuální vzhledem k jednotlivým společnostem.

### 3.3.2 Nepřímé realizační náklady IPO

**Underpricing** označovaný také jako „diskont“, je v podstatě určitá anomálie spojená s IPO. Jde o podhodnocení emisního kurzu a vzniká rozdílem mezi emisním kurzem a

skutečným tržním kurzem na konci prvního dne obchodování (first closing). Manažer emise se přirozeně snaží umístit na trh celou emisi. Aby se ujistil, že se tak stane, podhodnotí kurz a tím přiláká více investorů. Avšak pro emitenta underpricing reprezentuje implicitní náklad, protože při podhodnocení emisního kurzu stávající akcionáři dostanou méně peněz. Pokud budou chtít akcionáři zachovat požadovaný objem peněžních prostředků a přitom podhodnotit emisní kurz, budou muset nabídnout větší podíl ve společnosti. Slovy Meluzína a Zineckera (2009, str. 84) „význam podhodnocení emisního kurzu akcií je proto přímo úměrný podílu nabízených akcií na základním kapitálu společnosti“. Pokud se podíváme na pozitiva, která s sebou underpricing přináší, pak jde o skutečnost, že vysoké zisky na sekundárních trzích realizované při prvním dnu emise na sebe strhují mediální pozornost a vylepšují tak profil společnosti. A jak jsme již výše naznačili, underpricing také zvyšuje pravděpodobnost upsání celé emise.

### 3.3.3 Přímé a nepřímé náklady spojené s obchodovatelností akcií

Z Tab. 3.1 vyplývá, že přímými náklady jsou ***náklady spojené s regulatorními požadavky, požadavky na správu a řízení společnosti a intenzivní informační povinnosti***. Jejich vliv na celkovou nákladnost emise může být do značné míry rozdílný. Informovanost kladně přispívá k zvyšování důvěryhodnosti investorů, kteří jsou poté svolnější k zaplacení vyšší ceny za akcii. Na druhou stranu, pokud investoři nebudou mít dostatek informací, budou považovat nákup akcií za více rizikový a budou očekávat vyšší výnos. ***Roční burzovní poplatky***, stejně jako poplatky za přijetí k obchodování, jsou zanedbatelné vzhledem k celkovým nákladům a jejich výše se mění v poměru k tržní kapitalizaci.

Mezi nepřímé náklady řadíme ***transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu***. Emitent by měl proto vybírat sekundární trh mimo jiné také na základě transakčních nákladů, vznikajících obchodování s akciemi. Pokud jsou transakční náklady nízké, investoři jsou ochotni přijmout vyšší cenu akcií. Do transakčních nákladů řadíme poplatky za nákup a prodej akcií, zdanění cenných papírů, likviditu trhu – kurzové pohyby, objem obchodu v určitém čase.

## 3.4 Představení jednotlivých IPO na BCPP

### ***Zentiva***

První společnost, která realizovala prvotní veřejnou nabídku akcií na BCPP byla Zentiva, N.V. (dále jen Zentiva). Jedná se o farmaceutickou společnost, která se specializuje

na výrobu generických přípravků. Působí na 32 trzích po celém světě a její kořeny sahají až do 15. století. Obchodování na BCPP s akcemi Zentivy bylo ukončeno 27.4.2009, kdy se stala součástí skupiny Sanofi. Údaje o IPO Zentivy jsou uvedeny v Tab. 3.2.

Tab. 3.2: Základní údaje o IPO Zentivy

<i><b>Zentiva</b></i>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	28.6.2004	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	11500000	<i>Primární akcie</i>
		4329896
		<i>Sekundární akcie</i>
		7170104
<i>Rozptyl akcií</i>	30,16 %	
<i>Emisní kurz</i>	485 Kč	
<i>Velikost emise</i>	5577,5 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 368 mil. Kč / 6,6 %	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	504,5 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

### ***ECM Real Estate Investments***

ECM Real Estate Investments, A.G. (dále jen ECM) se zabývá zejména investováním do nemovitostí, projektováním a výstavbou bytových, hotelových a multifunkčních projektů. V Tab. 3.3 jsou uvedeny základní informace o IPO společnosti ECM. Vzhledem ke struktuře upsaných akcií jde o tzv. kombinovanou IPO, kdy jsou nabízeny jak primární, tak sekundární akcie. Pokud srovnáme poměr těchto dvou typů akcií, zjistíme, že zhruba 80 % tvoří primární akcie, z toho lze usoudit, že hlavním důvodem realizace IPO byla potřeba kapitálu pro další rozvoj a snížení zadlužení.

Tab. 3.3: Základní údaje o IPO ECM

<i>ECM</i>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	7.12.2006	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	1717530	<i>Primární akcie</i>
		1402500
		<i>Sekundární akcie</i>
		315030
<i>Rozptyl akcií</i>	44,47 %	
<i>Emisní kurz</i>	1318,30 Kč	
<i>Velikost emise</i>	2264,2 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 155 mil. Kč / 6,86 %	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	1471 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

### **PEGAS NONWOVENS**

Třetí společnost, která úspěšně uskutečnila IPO na BCPP byl Pegas Nonwovens, S.A. (dále jen Pegas). Jak již název napovídá, tato společnost se věnuje zejména výrobě netkaných textilií, a to již od roku 1990. V dnešní době Pegas patří mezi přední výrobce netkané textilie na světě. Její produkty jsou využitelné v mnoha ekonomických odvětvích, jako např. ve zdravotnictví, automobilovém průmyslu, stavebnictví a hygieně. Informace o IPO společnosti Pegas jsou zobrazeny v Tab. 3.4, zde stojí za povšimnutí procentuální hodnota veřejně emitovaných akcií, která tvořila 54,64 % z celkového počtu akcií společnosti. Tato hodnota je prozatím největší ze všech IPO uskutečněných na BCPP. Tento rozptyl akcií s sebou může přinášet určitá rizika, jako např. nepřátelské převzetí společnosti.

Tab. 3.4: Základní údaje o IPO společnosti Pegas

<i>Pegas</i>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	18.12.2006	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	5042750	<i>Primární akcie</i>
		1810000
		<i>Sekundární akcie</i>
		3232750
<i>Rozptyl akcií</i>	54,64 %	
<i>Emisní kurz</i>	750 Kč	
<i>Velikost emise</i>	3782,1 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 275 mil. Kč / 7,28 %	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	784 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

## AAA Auto

Jedním z dalších prvotních emitentů akcií na BCPP byla společnost AAA Auto Group, N.V. (dále jen AAA Auto). Tato společnost působí na trhu s auty už více než 20 let. Orientuje se především na střední a východní Evropu, konkrétně na Českou republiku, Slovensko a Rusko. To mohl být také jeden z důvodů realizace IPO na BCPP. Průměrně denně nabízí až 5000 automobilů a podle studie společnosti Ernst & Young v roce 2007 patřila mezi 10 největších distributorů automobilů v Evropě. Z Tab. 3.5 vyplývá, že společnost AAA Auto emitovala pouze primární akcie, na rozdíl od předchozích IPO na BCPP z toho lze usuzovat, že jejím hlavním cílem bylo získání kapitálu pro další rozvoj. Rozptyl akcií činil pouze 26,21 % a celková velikost emise AAA Auto byla nejnižší ze všech IPO na BCPP.

Tab. 3.5: Základní údaje o IPO společnosti AAA Auto

<i>AAA Auto</i>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	24.9.2007	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	17757875	<i>Primární akcie</i>
		17757875
		<i>Sekundární akcie</i>
		0
<i>Rozptyl akcií</i>	26,21 %	
<i>Emisní kurz</i>	55 Kč	
<i>Velikost emise</i>	976,7 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 66 mil. Kč / 6,76 %	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	55,04 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

## VGP

Společnost VGP, N.V. (dále jen VGP) spadá do kategorie developerských a realitních společností. Specializuje se na projektování, stavbu a pronajímání semi-industriálních parků a logistických areálů v střední a východní Evropě. V České republice se podílela na výstavbě např. Blue Parku a Green Parku v Praze-Letňanech či administrativním komplexu Green Tower v Praze-Stodůlkách. Rozptyl akcií u společnosti VGP byl pouze 3,28 % a nabízeny byly jen primární akcie, z toho vyplývá, že akcionáři veřejně obchodovaných akcií nemají přílišnou váhu při rozhodovacích procesech. Kapitál měl být použit na dokončení současných a výstavbu budoucích projektů společnosti VGP.

Tab. 3.6: Základní údaje o IPO společnosti VGP

<b>VGP</b>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	7.12.2007	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	3583050	<i>Primární akcie</i>
		3583050
		<i>Sekundární akcie</i>
		0
<i>Rozptyl akcií</i>	3,28 %	
<i>Emisní kurz</i>	398 Kč	
<i>Velikost emise</i>	1426,1 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 128 mil. Kč / 9 %	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	410 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

**NWR**

New World Resources, N.V. (dále jen NWR) je jedním z největších producentů černého uhlí ve střední Evropě, které těží prostřednictvím své dceřiné společnosti OKD a.s. Díky své druhé dceřiné společnosti, OKK Koksovny a.s., je také největším evropským výrobcem slévárenského koksu. NWR v roce 2008 kotovala své akcie na burzách v Praze, Londýně a Varšavě. Jak je patrné z Tab. 3.7, objem emise byl enormní a stal se dokonce největším IPO na londýnské burze. Nabízeny byly zejména sekundární akcie, z čehož lze usoudit, že hlavním motivem realizace IPO byl odprodej podílů stávajících akcionářů.

Tab. 3.7: Základní údaje o IPO společnosti NWR

<b>NWR</b>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	6.5.2008	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	95465345	<i>Primární akcie</i>
		13500000
		<i>Sekundární akcie</i>
		81965345
<i>Rozptyl akcií</i>	36,2 %	
<i>Emisní kurz</i>	425,83 Kč	
<i>Velikost emise</i>	40652 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	cca. 2281 mil. Kč / 5,61%	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	445 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)



## **Fortuna**

Největším představitelem v oblasti kurzových sázek ve střední Evropě v roce 2009 se stala Fortuna Entertainment Group (dále jen Fortuna). Na trhu kurzových sázek se pohybuje už dvacet let, zprvu čistě česká společnost se rozrostla na holding působící i na polském, maďarském a slovenském trhu. Vzhledem k tomu, že z celkového počtu upsaných akcií tvořily přes 80 % sekundární akcie, lze říci, že hlavním cílem IPO bylo umožnit vystoupení fondu rizikového kapitálu ze společnosti, a tím umožnit zhodnocení své investice prodejem na burzovním trhu.

Tab. 3.8: Základní údaje o IPO společnosti Fortuna

<b>Fortuna</b>		
<i>Datum uskutečnění IPO</i>	22.10.2010	
<i>Celkový počet upsaných akcií</i>	18200000	<i>Primární akcie</i>
		2000000
		<i>Sekundární akcie</i>
		16200000
<i>Rozptyl akcií</i>	35 %	
<i>Emisní kurz</i>	105,52 Kč	
<i>Velikost emise</i>	1920 mil. Kč	
<i>Přímé náklady emise / v % z velikosti emise</i>	Fortuna odmítla sdělit tuto informaci	
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování</i>	106 Kč	

Zdroj: vlastní zpracování

### **3.5 Analýza nákladů na IPO – pohled emitentů**

Pro společnosti realizující IPO jsou jedním ze základních kritérií náklady spojené s touto formou pořízení kapitálu, proto si v této části kapitoly rozebereme tyto náklady na BCPP a porovnáme je s vybranými burzami na základě výzkumu společnosti Oxera (2006) a Kaserera a Schierecka (2007).

BCPP patří mezi malé burzy v porovnání s ostatními vybranými burzami. Pro lepší představu jsou v Tab. 3.9 vyobrazeny rozdíly v tržní kapitalizaci (kurz akcií násobený počtem emitovaných akcií) a ročním objemem obchodu na dané burze. Pokud porovnáme největší burzu světa za rok 2011, NYSE – Euronext, jejíž tržní kapitalizace dosahovala 11 796 mld. USD, s BCPP s tržní kapitalizací 53,198 mld. USD, je jasně vidět obrovský rozdíl. Nicméně to nemusí znamenat, že náklady na realizaci IPO na BCPP jsou větší než na NYSE – Euronext.

Následně si přiblížíme realizační přímé náklady, které se dělí na poplatky upisovatelům a ostatní přímé náklady. Budeme vycházet z výzkumu společnosti Oxera (2006), ve kterém jsou však burzy NYSE a Euronext zkoumány samostatně, jelikož k jejich spojení došlo až 4.5.2007. Toto spojení představovalo průlom v integraci burz, protože šlo o vůbec první přeshraniční spojení burz, a to mezi Evropou a USA.

Tab. 3.9: Tržní kapitalizace vybraných světových burz v roce 2011 v mld. GBP

	<i>NYSE – Euronext (US)</i>	<i>Nasdaq OMX</i>	<i>SE</i>	<i>NYSE – Euronext (EU)</i>	<i>Deutsche Börse</i>	<i>BCPP</i>
<i>Tržní kapitalizace</i>	7 597	2 476	103	1 576	763	34
<i>Objem obchodů</i>	11 609	8 194	827	1 374	1 132	34

Zdroj: vlastní zpracování

Poznámka: Údaje jsou převedeny na základě kurzu ze dne 31.12.2011 0,644 GBP za 1 USD.

### ***Gross spread a ostatní přímé náklady***

Za největší náklad, který musí společnost emitující prvotně akcie vynaložit, je považován gross spread neboli poplatek upisovatelům. Tento poplatek zpravidla odpovídá riziku, jaké je spojeno s úpisem akcií, tzn. že čím je riziko nezájmu investorů o cenný papír větší, tím větší jsou poplatky upisovatelům. Druhou skupinu tvoří ostatní přímé náklady, které obsahují poplatky profesionálům, poplatky za přijetí k obchodování na veřejných kapitálových trzích, interní náklady a náklady na marketingové aktivity. Nicméně většina informací o těchto nákladech je neveřejná, z toho důvodu je velice obtížné určit jejich výši. Informace byly tedy získány hlavně analýzou prospektů, ostatních dokumentů jednotlivých společností a ze sekundárních zdrojů. Údaje o struktuře přímých realizačních nákladů spojených s IPO na BCPP jsou uvedeny v Tab. 3.10. Z ní vyplývá, že největší náklady na gross spread měla společnost ECM a jejich hodnota tvořila zhruba 5 % z celkového objemu emise. Naopak nejnižší náklady spojené s poplatky upisovatelům měly společnosti AAA Auto a NWR. Bohužel společnosti Fortuna a VGP odmítly zveřejnit tyto informace.

Tab. 3.10: Struktura přímých realizačních nákladů spojených s IPO na BCPP u jednotlivých společností v % z celkového objemu emise

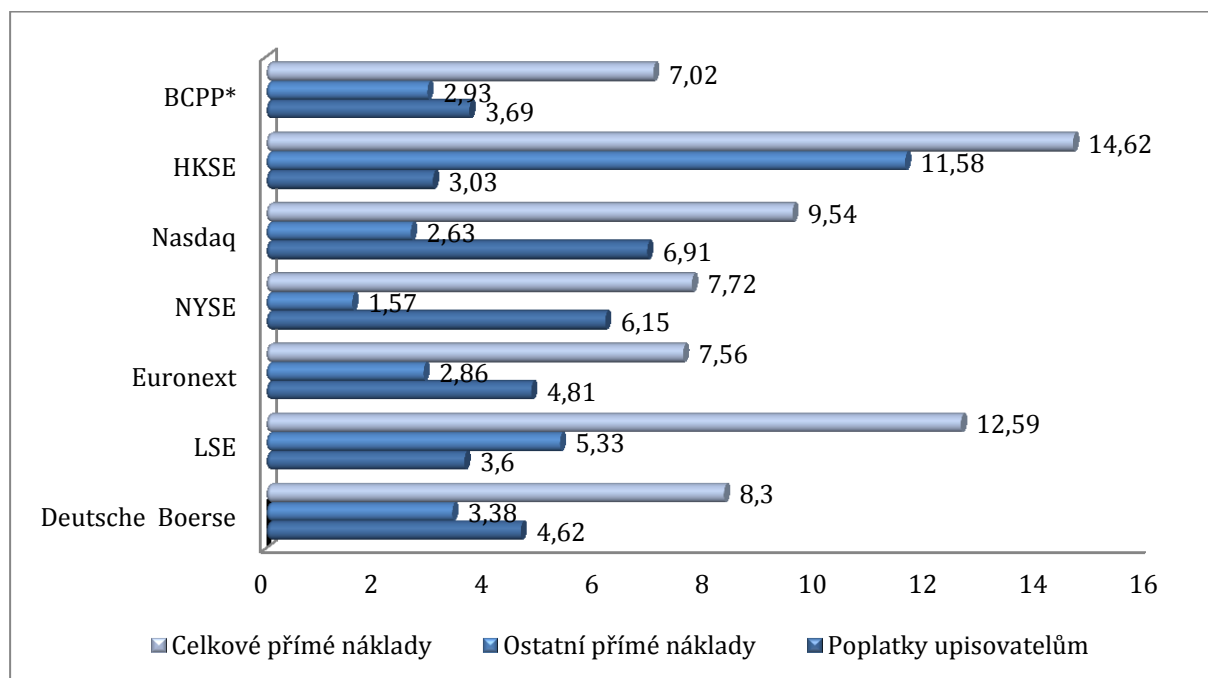
	<i>ZENTIVA</i>	<i>CM</i>	<i>PEGAS</i>	<i>AA</i>	<i>GP</i>	<i>WR</i>	<i>FORTUNA</i>	<i>Průměr</i>
<i>Poplatky upisovatelům</i>	4		3,5	2,96			-	3,692
<i>Ostatní přímé náklady</i>	2,6	1,86	3,78	3,8		2,61	-	2,93
<i>Celkové přímé náklady</i>	6,6	6,86	7,28	6,76		5,61	-	7,018

Zdroj: vlastní zpracování na základě Meluzína a Zineckera (2009)

Ostatní přímé náklady jsou průměrně nižší než poplatky upisovatelům. Přesto u společnosti Pegas a AAA Auto tomu bylo naopak. Celkové přímé náklady pak byly relativně stejné u všech společností s výjimkou VGP, jejichž celkové přímé náklady tvořily až 9 % z celkového objemu emise.

V Grafu 3.1 je vyobrazeno porovnání průměrných přímých nákladů na realizaci IPO na vybraných trzích. Z výzkumu Kaserera a Schierecka je patrné, že poplatky upisovatelům jsou vyšší na amerických trzích, jako je NYSE nebo Nasdaq, oproti evropským trhům. Naopak, ostatní přímé náklady jsou průměrně vyšší na evropských trzích oproti americkým trhům. Za povšimnutí stojí, že emitenti, kteří realizovali IPO na BCPP, měli nejmenší průměrné přímé náklady ze všech analyzovaných burz. Dále pak na Hong-Kongské burze (HKSE) dosáhly celkové přímé náklady neuvěřitelných 14,62 % z celkového objemu emise, a to hlavně díky ostatním přímým nákladům, jejichž hodnota je 11,58 % z celkového objemu emise. Naopak nejnižší ostatní přímé náklady byly zjištěny na NYSE.

Graf 3.1: Struktura průměrných přímých nákladů na realizaci IPO na vybraných trzích mezi lety 1999-2007 v % z celkového objemu emise



Zdroj: vlastní zpracování a Kaserer a Schiereck (2007)

\* průměr mezi lety 2004-2011

### ***Poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování***

Do kategorie ostatních přímých nákladů spadají mimo jiné i poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování. Podle Nývtové a Režňákové (2007, str. 149) „*objem prostředků získaných emisí akcií se zpravidla pohybuje na úrovni 40 % tržní kapitalizace. Poplatek je přitom vyjádřen právě z tržní kapitalizace, ne z objemu emise*“. Poměrně nízký poměr zdrojů získaných emisí akcií k tržní kapitalizaci je způsoben zejména vyšší nákladů spojených s IPO a nabídkou sekundárních akcií, kdy tyto prostředky získávají stávající akcionáři. Trend na světových burzách je různý. U velkých burz s velkou tržní kapitalizací a vysokým objemem obchodů, jako je např. LSE – Main Market, NYSE nebo Nasdaq, se velikost poplatků za přijetí cenných papírů k obchodování liší vzhledem k velikosti tržní kapitalizace jednotlivých IPO. Zpravidla menší burzy, jako je např. BCPP, LSE – Aim, zvolily strategii, v níž se tyto poplatky vzhledem k tržní kapitalizaci nemění. Z Tab. 3.11 vyplývá, že nejnižší poplatky jsou na LSE – Aim, Deutsche Boerse a BCPP, jejichž hodnota nedosahuje ani 0,01 % z tržní kapitalizace. Na ostatních burzách se poplatky většinou pohybují na hranici 0,05 %, popřípadě méně. Nicméně pokud srovnáme celkové přímé

realizační náklady s poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování, hodnota těchto poplatků je zanedbatelná.

Tab. 3.11: Poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování

Trh	Tržní kapitalizace 100 mil. GBP		Tržní kapitalizace 500 mil. GBP	
	GBP	v % z tržní kapitalizace	GBP	v % z tržní kapitalizace
<i>LSE – Main Market</i>	45390	0,05	115023	0,02
<i>LSE – AIM</i>	4180	0,00	4180	0,00
<i>NYSE</i>	81900	0,08	104887	0,02
<i>Nasdaq National</i>	54600	0,05	81900	0,02
<i>Nasdaq Small cap</i>	51870	0,05	27300	0,01
<i>Euronext</i>	56512	0,06	200912	0,04
<i>Deutsche Boerse</i>	3440	0,00	3440	0,00
<i>BCPP – hlavní trh</i>	1667	0,00	1667	0,00

Zdroj: vlastní zpracování a Oxera (2006)

Poznámka: Poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování na BCPP jsou převedeny na základě kurzu 30 Kč za 1 GBP.

Na BCPP v posledních letech ubývá počet obchodovaných akciových společností. Aby tomu BCPP zabránila, zavedla velice mírnou poplatkovou politiku, kdy např. nově přijímané emise akcií jsou osvobozeny od placení všech poplatků při přijetí emise k obchodování.

## Underpricing

Dalším nákladem, s kterým musí emitent počítat, je podhodnocení emisního kurzu akcií. Jak jsme uvedli v předchozí kapitole, underpricing je nepřímým realizačním nákladem.

Pro výpočet underpricingu se nejčastěji používají dva způsoby. První vyjadřuje změnu mezi emisním kurzem a kurzem akcie na konci prvního dne obchodování s emisí na sekundárním trhu. Tento vztah je zobrazen ve vzorci (1). Druhý způsob je velice podobný, pouze je do výpočtu underpricingu zahrnuta také změna tržního indexu během prvního dne obchodování. Nicméně podle empirického výzkumu Kaserera a Schierecka (2007) rozdíl mezi výpočtem underpricingu se zohledněním tržního indexu a bez něj je bezvýznamný. Proto v další části analýzy budeme používat pro výpočet underpricingu následující vzorec.

Výpočet podhodnocení emisního kurzu akcií v %.

$$U = \frac{P_1 - P_E}{P_E} \times 100$$

Kde:

- U = podhodnocení emisního kurzu akcií (underpricing) v %,
- P<sub>1</sub> = kurz akcie na konci prvního dne obchodování s emisí na sekundárním trhu,
- P<sub>E</sub> = emisní kurz akcie.

Zdroj: Meluzín a Zinecker (2009)

Na BCPP realizovalo IPO celkem 7 společností. Jak je patrné z Tab. 3.12, u jednotlivých společností je míra podhodnocení emisního kurzu velice rozdílná, zatímco největší underpricing je u ECM, kde dosahuje hodnoty 11,58 % z emisního kurzu, nejmenší je u AAA Auto, dosahující pouhých 0,07 % z emisního kurzu. U žádné z analyzovaných společností nedošlo k nadhodnocení emisního kurzu, což je patrné ze skutečnosti, že underpricing je u všech společností kladný. Průměrné náklady na podhodnocení emisního kurzu jsou 4,01 % z emisního kurzu.

Tab. 3.12: Podhodnocení emisního kurzu na BCPP

	<i>ZENTIVA</i>	<i>ECM</i>	<i>PEGAS</i>	<i>AAA</i>	<i>VGP</i>	<i>NWR</i>	<i>FORTUNA</i>	<i>Průměr</i>
<i>Emisní kurz v Kč</i>	485	1318,30	750	55	398	425,83	105,52	-
<i>Závěrečný kurz 1. dne obchodování v Kč</i>	504,5	1471	784	55,04	410	445	106	-
<i>Underpricing v %</i>	4,02	11, 58	4,53	0,07	2,93	4,5	0,45	4,01

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.13 je shrnuto podhodnocení emisního kurzu na vybraných burzách v období 1.1.2003 – 30.6.2005. Pokud srovnáme průměrné hodnoty underpricingu na BCPP s ostatními světovými burzami, pak se BCPP nachází někde uprostřed. Největší náklady spojené s podhodnocením emisního kurzu musely vynaložit společnosti realizující IPO na LSE – AIM, kde se jejich výše pohybovala na hodnotě 11,2 % z emisního kurzu. Naopak nejnižší hodnota byla zaznamenána na burze Euronext, kde podhodnocení emisního kurzu dosahovalo výše 0,8 %. Nicméně podle Ljungvista (2004), který zkoumal vývoj undepricingu v USA

mezi lety 1960 – 2003, se underpricing v jednotlivých letech značně liší, proto, vzhledem ke krátkosti analyzovaného období, lze výsledky v Tab. 3.13 považovat spíše za orientační. Vysvětlení, co tedy přesně ovlivňuje výši underpricingu uvádí Meluzín a Zinecker (2009, str. 84): „hlavní vliv na výši underpricingu má dle empirických výzkumů zejména velikost a stáří emitující společnosti“. Proto lze konstatovat, že podhodnocení emisního kurzu může být velice rozdílné na jednotlivých světových trzích a v různých časových obdobích.

Tab. 3.13: Podhodnocení emisního kurzu na vybraných burzách v období 1.1.2003 – 30.6.2005

<i>Trh</i>	<i>Počet IPO</i>	<i>Průměrné podhodnocení emisního kurzu (%)</i>
<i>LSE – Main Market</i>	49	4,4
<i>LSE – AIM</i>	348	11,2
<i>NYSE</i>	95	5,1
<i>Nasdaq</i>	242	6,6
<i>Euronext</i>	60	0,8
<i>Deutsche Boerse</i>	10	2,6
<i>BCPP*</i>	7	4

Zdroj: vlastní tvorba a Oxera (2006)

\* průměr mezi lety 2004-2011

### ***Roční poplatky za obchodování na vybraných burzách***

Mezi náklady, které plynou z obchodování cenných papírů na burze, patří samozřejmě roční poplatky, které musí emitent zaplatit burze, na níž jsou obchodovány jeho cenné papíry. Tyto poplatky se zpravidla liší podle tržní kapitalizace jednotlivých podniků. Na BCPP je roční poplatek za obchodování 0,05 % z objemu emise, maximálně však 300 000 Kč. Této maximální hranice dosáhly v roce 2011 všechny emise na hlavním trhu. V Tab. 3.14 jsou zobrazeny roční poplatky za obchodování na vybraných burzách za rok 2005 vzhledem k tržní kapitalizaci. Bohužel, u BCPP tyto informace nebyly dostupné, nicméně na základě informací poskytnutých BCPP bylo zjištěno, že poplatky za obchodování se od roku 2005 téměř nezměnily. Stejně jako u poplatků za přijetí cenných papírů k obchodování se burzy liší v proměnlivosti těchto poplatků, kdy některé s velikostí tržní kapitalizace rostou a jiné nikoli. Pro menší podniky se jeví ekonomicky nejpříjemnější možnosti burzy Euronext, LSE – Aim a LSE – Main Market. Pro střední podniky zůstává z ekonomického hlediska atraktivní LSE –

Aim, Deutsche Boerse a BCPP. U společnosti s tržní kapitalizací 10 mld. GBP a více jsou poplatky nejnižší na BCPP a Deutsche Boerse.

Tab. 3.14: Roční poplatky za obchodování na vybraných burzách v roce 2005

Trh	Tržní kapitalizace 100 mil. GBP		Tržní kapitalizace 500 mil. GBP		Tržní kapitalizace 10 mld. GBP	
	GBP	v % z tržní kapitalizace	GBP	v % z tržní kapitalizace	GBP	v % z tržní kapitalizace
LSE – Main Market	4029	0,004029	8235	0.001647	34515	0.00034515
LSE – AIM	4180	0,004180	4180	0.000836	-	-
NYSE	19110	0,019110	19110	0.003822	273000	0.00273
Nasdaq National	16653	0,016653	24297	0.004859	40950	0.00040950
Nasdaq Small cap	11466	0,011466	11466	0.002293	-	-
Euronext	2752	0,002752	8256	0.001651	13760	0.00013760
Deutsche Boerse	5160	0,005160	5160	0.001032	5160	0.00005160
BCPP – hlavní trh*	7086	0,007086	7086	0.001417	7086	0.00007086

Zdroj: vlastní zpracování a Oxera (2006)

\* Roční poplatky za obchodování v roce 2011

Poznámka: Poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování na BCPP jsou převedeny na základě kurzu z 31.12.2005, tedy 42,34 Kč za 1 GBP.

### 3.6 Analýza výnosnosti IPO – pohled investorů

Názory investorů ohledně investic do IPO se značně liší, např. jeden z největších guru investování Benjamin Graham ve své knize uvádí „*jedním z nejsmrtelnějších toxinů typu „rychle zbohatni“, které zamořily investiční veřejnost v 90. letech, byla myšlenka, že lze vybudovat bohatství na IPO*“ (2007, str. 143). Proto místo označení Initial Public Offering někdy používá jiné významy jako „ *Ihned Přestaň Obchodovat*“ nebo „*Idiotské, Přemrštěné, ale Okouzlující*“ (2007, str. 146). Z tohoto důvodu jsme se rozhodli otestovat výnosnost IPO na BCPP a určit, zda je pro investory investice do IPO v českých podmínkách opravdu výhodná či nikoli.

Investoři mají několik možností, za jakou cenu nakoupí prvotně emitované akcie jednotlivých společností. Za tímto účelem byl pro tuto analýzu vybrán emisní kurz akcií, protože u všech společností, které realizovaly IPO na BCCP, s výjimkou Zentivy, byly akcie nabízeny jak institucionálním, tak retailovým investorům. To znamená, že emisní kurz vyjadřuje cenu, za kterou bylo IPO prvně nabízeno veřejnosti. Tato cena byla následně porovnávána s cenami určité společnosti v jednotlivých obdobích. Na cenu akcií však nemá vliv pouze skutečnost, jestli se jedná o IPO nebo nikoliv, existuje celá řada dalších faktorů



ovlivňujících tuto cenu. Z toho důvodu byl do celkové analýzy výnosnosti akcií zahrnut také vývoj výnosnosti indexu PX, který umožní srovnání vývoje trhu s konkrétními společnostmi. Výsledky analýzy jsou zobrazeny v Tab. 3.15.

Tab. 3.15: Výnosnost jednotlivých IPO na BCPP a indexu PX v %

<i>Společnost</i>	<i>Výnosnost</i>			
	<i>1. den (konec)</i>	<i>měsíc po IPO</i>	<i>rok po IPO</i>	<i>3 roky po IPO</i>
<i>ZENTIVA</i>	4,02	11,24	83,15	196,29
<i>Index PX</i>	-0,79	-1,59	50,75	130,8
<i>ECM</i>	11, 58	11,43	-6,24	-76,16
<i>Index PX</i>	0,89	-0,56	15,18	-28,76
<i>PEGAS</i>	4,53	1,87	-6,59	-40,96
<i>Index PX</i>	0,22	0,1	9,07	-31,67
<i>AAA</i>	0,07	-3,2	-72,38	-68,11
<i>Index PX</i>	-0,09	4,39	-28,47	-36,68
<i>VGP</i>	2,93	6,78	-4,52	-8,54
<i>Index PX</i>	1,65	-4,83	-52,77	-35,18
<i>NWR</i>	4,5	25,26	-73,11	-34,15
<i>Index PX</i>	-0,13	-0,83	-42,18	-23,32
<i>Fortuna</i>	0,45	-9,76	-7,93	N/A
<i>Index PX</i>	-0,17	0,13	-17,51	N/A
<i>Průměr</i>	4,01	6,23	-12,52	-5,27
<i>Index PX</i>	0,23	-0,46	-9,42	-4,14

Zdroj: vlastní zpracování

Poznámka: N/A znamená „not available“ – není k dispozici, protože ještě neuběhly tři roky od IPO Fortuny.

## 4 Vyhodnocení výsledků úspěšnosti jednotlivých emisí

V této kapitole budou vyhodnoceny jednotlivé části analýzy jak z hlediska nákladů, tedy emitentů, tak z hlediska investorů.

### 4.1 Vyhodnocení nákladů na IPO – pohled emitentů

Náklady byly již částečně vyhodnoceny u jednotlivých částí kapitol analýzy, proto zde půjde zejména o shrnutí výsledků.

Z analýzy vyplývá, že poplatková politika BCPP je velice přijatelná jak pro malé, tak velké emise. Z důvodu fixace **poplatků za obchodování**, nehledě na velikosti emise, bychom však doporučovali emitovat na BCPP velký objem cenných papírů. Ve srovnání BCPP s ostatními burzami jsou poplatky za obchodování cenných papírů spíše nižší, přičemž se BCPP řadí k burzám, které se snaží přilákat pomocí své poplatkové politiky co nejvíce nových emisí jako např. LSE – Aim nebo Nasdaq Small caps. **Poplatky za přijetí cenných papírů** na BCPP jsou zřetelně nejpříjemnější, pokud je přirovnáme k velkým burzám jako je např. LSE –Main Market nebo NYSE, rozdíl se pohybuje i v několika desetitisících liber. Nejnižší poplatky spolu s BCPP má LSE – Aim a Deutsche Boerse, jejichž hodnota nedosahuje ani 0,01 % z tržní kapitalizace emise. Navíc na BCPP nově přijímané emise akcií jsou osvobozeny od placení všech poplatků při přijetí emise k obchodování a u akcií na hlavním trhu je první rok obchodování zdarma. To odpovídá snaze BCPP v zamezení trendu z posledních let, kdy počet obchodovaných emisí akcií ubývá. Celkově lze tedy říci, že náklady na poplatky vztahující se k jednotlivým burzám jsou nižší na malých burzách a trzích než na těch velkých, nejnižší jsou pak na Deutsche Boerse. Nicméně, jak již bylo řečeno, pokud se podíváme na procentuální zastoupení těchto poplatků k celkové tržní kapitalizaci, pak jsou tyto náklady mizivé.

**Přímé realizační náklady**, jejichž součástí jsou i poplatky za přijetí cenných papírů k obchodování, jsou u společností, jež emitovaly prvotně své akcie na BCPP, relativně stejně vysoké. Největší hodnoty dosahují u společnosti VGP, a to 9 % z celkového objemu emise. To může být odrazem nízkého rozptylu akcií (pouhých 3,28 %), celková velikost emise představovala 1426,1 mil. Kč, některé náklady jsou však fixního charakteru, což znamená, že s růstem objemu emise na jednotku klesají. Proto větší rozptyl akcií, popřípadě větší objem emise umožňuje snížení přímých realizačních nákladů. Naopak nejnižší celkové přímé realizační náklady byly zjištěny u společnosti NWR, a to 5,61 % z celkového objemu emise. NWR upsala největší objem akcií na BCPP v celé historii – 95465345 kusů a její tržní

kapitalizace dosahovala hodnoty 4065,2 mil. Kč, což jen potvrzuje hypotézu, že s rostoucím objemem a tržní kapitalizací klesají náklady na IPO. Realizační náklady na IPO byly porovnávány v Grafu 3.1, z něj vyplývá, že nejmenší realizační náklady měly společnosti jež uskutečnily IPO na BCPP. Z toho lze vyvodit jeden velmi zajímavý poznatek, a to, že náklady na realizaci IPO nejsou závislé na velikosti burzy, na které je IPO uskutečněno. Nejnížší ostatní přímé náklady jsou na LSE, zatímco nejvyšší na HKSE dosahující neuvěřitelných 11,58 % z celkového objemu emise. Poplatky upisovatelům (gross spread), obvykle největší náklad spojený s IPO, je nejvyšší na burze Nasdaq a nejnižší na HKSE. Celkově lze konstatovat, že struktura a hodnota realizačních nákladů se na jednotlivých burzách značně liší.

Na základě výsledků z analýzy můžeme potvrdit, že v podmínkách českého kapitálového trhu dochází k anomálii spojené s IPO, a tou je **underpricing**. Navíc, u žádné společnosti, která prováděla IPO na BCPP, nedošlo k nadhodnocení emisního kurzu. To může být způsobeno malým počtem IPO na BCPP, kdy investoři velice pozitivně vnímají nové možnosti investice. Jinými slovy, manažer emise částečně podhodnotí emisní kurz a během prvního dne obchodování na sekundárním trhu investoři ve snaze využít novou možnost investice toto podhodnocení umocní přehnaným objemem nákupu, což zvyšuje kurz IPO a tím underpricing. Opačný trend je možné sledovat v Tab. 3.13, kdy velký počet IPO na LSE – Aim a Nasdaq nutí emitenty podhodnotit emisní kurz akcie, a tím přilákat potencionální investory. Nicméně aby bylo možné potvrdit tyto trendy, vztahující se k počtu IPO a jejich návaznost na výši undepricingu, je nutné provést rozsáhlejší analýzu, která vzhledem k rozsahu této bakalářské práce není možná. Další zajímavostí vyplývající z Tab. 3.12 je hodnota underpricingu v jednotlivých letech. Zatímco v období býčího trhu je underpricing relativně vysoký, v období medvědího trhu, který byl způsobený světovou finanční krizí v září 2008, jsou hodnoty undepricingu mizivé. To lze sledovat především na porovnání společností ECM a Fortuna, kdy podhodnocení emisního kurzu akcií u ECM dosáhlo hodnoty 11,58 % (rok emise – 2006), zatímco u Fortuny to bylo pouze 0,45 % (rok emise - 2010). Lze tedy konstatovat, že undepricing částečně odráží také náladu investorů. Jinými slovy v období býčích trhů, kdy ceny akcií rostou, jsou investoři pozitivně naladěni, a proto jsou ochotni nakoupit větší objem akcií IPO, což zvyšuje hodnotu undepricingu a opticky i náklady na IPO. Naopak v době medvědího trhu, kdy ceny akcií klesají, investoři mnohem více zvažují každou investici a snaží se diverzifikovat své portfolio, což má za následek snížení investic do IPO a tím optické snížení underpricingu pro emitenty. Samozřejmě

existuje mnoho faktorů, které ovlivňují výši underpricingu, jako např. velikost a stáří emitující společnosti. Dále pak vzorek testovaných společností je velice malý. Proto nelze s jistotou konstatovat, že býčí nebo medvědí trh mají opravdu vliv na výši underpcingu. Výsledky analýzy jsou proto spíše orientační.

## 4.2 Vyhodnocení výnosnosti IPO – pohled investorů

Je mnoho investičních nástrojů, pro které se může investor rozhodnout. Jedním z nich je IPO. Jak jsme výše uvedli, názory jednotlivých investorů na IPO se značně liší. V Tab. 3.15 je porovnávána výnosnost IPO na BCPP a indexu PX, který zastupuje trh. Z výsledků analýzy vyplývá, že IPO poráží trh především během **prvního dne** obchodování. Jinými slovy, všechny analyzované IPO měly první den větší výnosnost než index PX, z nich pak dominovala ECM s mírou výnosu 11,58 %. Naopak nejmenší výnosnost během prvního dne vykázala společnost AAA, a to pouze 0,07 %. Tato skutečnost je samozřejmě výsledkem podhodnocení emisního kurzu, kterým jsme se zabývali v předchozí části.

**Měsíc** po obchodování s IPO dokázaly opět téměř všechny IPO porazit trh s výjimkou společností AAA a Fortuny. Společnost NWR dokonce překročila výnosovou míru 25 %, což je oproti ostatním IPO velice dobrý výsledek. Největší pokles v tomto období zaznamenala společnost Fortuna, její akcie klesly o 9,31 % oproti prvnímu dni obchodování.

Vývoj cen akcií **rok po IPO** pro investory není příliš lákavý. Prakticky všechny IPO umazaly své zisky z předcházejícího období, až na Zentivu. Lepší výsledky než trh prokázaly pouze společnosti VGP, Fortuna a již zmiňovaná Zentiva. Za povšimnutí stojí vývoj akcií společnosti NWR, které se v tomto období propadly o neuvěřitelných 98,37 %, oproti výsledkům za první měsíc obchodování. Trh se ve stejném období propadl „pouze“ o 41,35 %. Velký propad zaznamenaly také akcie společnosti AAA, které se propadly oproti emisnímu kurzu o 72,38 %.

**Tři roky po IPO** jedinou společností, která prokázala vyšší výnosnost než index PX, byla společnost Zentiva. Zatímco trh stoupl za dané období o 130,29 %, akcie Zentivy ještě o 65,49 % více. Naopak největší propad oproti trhu zaznamenaly akcie společnosti ECM, a to o 47,4 %. ECM zaznamenala také největší propad oproti výsledkům za první rok obchodování, a to o 69,92 %.

Pokud srovnáme vývoj změn kurzu u jednotlivých IPO, můžeme konstatovat, že nejstabilnější a nejvíce zisková pro investory se ukázala společnost Zentiva, která po celé tři roky po realizaci IPO vykazovala lepší výnosnost než index PX. Naopak akcie společnosti

AAA již po měsíci obchodování vykazovaly horší výsledky než trh a tento trend pokračoval po celé tři roky po realizaci IPO.

Na základě provedené analýzy můžeme konstatovat, že IPO vykazuje lepší výsledky než trh především během prvního dne a prvního měsíce po realizaci IPO. Naopak během dalších tří let byla prokázána nižší výnosnost než u indexu PX. To lze sledovat také na srovnání průměrných výnosů z IPO na BCPP a indexu PX. Nicméně v období po prvním roce realizace IPO jsou průměrné výsledky výnosnosti IPO značně ovlivněny akcemi Zentivy, jejichž výnosy se velice lišily od ostatních IPO. Tento trend je proto lépe viditelný u akcií společností ECM a NWR, jež vykazovaly měsíc po realizaci IPO nadprůměrné výnosy, zatímco v delším časovém horizontu vykázaly nadprůměrnou ztrátu.

## 5 Závěr

Druhá kapitola této bakalářské práce byla věnována možnostem financování podnikových potřeb, přičemž bylo zjištěno, že v České republice většina podniků používá jako zdroj externího kapitálu bankovní úvěry. Dále pak byl v této kapitole popsán proces realizace IPO v českých podmínkách a metodologie použitá pro analýzu.

V třetí kapitole byly popsány výhody a nevýhody, které s sebou realizace IPO přináší. Je na zvážení každé jednotlivé společnosti, zda pro ni je realizace IPO výhodná či nikoli. Nicméně je důležité si uvědomit, že realizace IPO je součástí přirozeného životního cyklu každé společnosti, otázkou tedy zůstává, jestli je daný podnik připraven na tuto formu získání kapitálu a jestli je vhodná doba pro její realizaci. Následně pak byla provedena analýza jak z pohledu emitentů, tedy nákladů spojených s IPO, tak z hlediska investorů, tedy výnosnosti IPO. Tato analýza zahrnovala také porovnání BCPP s ostatními světovými burzami.

V poslední, čtvrté kapitole byly vyhodnoceny jednotlivé poznatky plynoucí z analýzy.

Hlavním cílem této bakalářské práce byla analýza IPO na BCPP. Tento hlavní cíl byl rozdělen na dva dílčí cíle. Prvním bylo zjištění nákladů na realizaci IPO v českých podmínkách a provedení následné komparace s ostatními burzami. Druhým cílem pak bylo porovnat výnosnost IPO na BCPP s indexem PX, který reprezentoval trh.

Bylo zjištěno, že na BCPP, v porovnání s ostatními analyzovanými burzami, jsou nejnižší přímé náklady na realizaci IPO. Dále pak poplatková politika BCPP byla vyhodnocena také jako velice pozitivní. Podhodnocení emisního kurzu, tedy další náklad spojený s IPO, se blížil průměru. Celkově lze říci, že je viditelná snaha BCPP přilákat co nejvíce nových zájemců o IPO a náklady pro potencionální emitenty jsou přijatelné. Nicméně je nutné konstatovat, že vzorek analyzovaných společností byl velice malý, a proto výsledky této analýzy jsou spíše orientační.

Na BCPP všechny IPO na konci prvního dne obchodování porazily trh. Jinými slovy vykazaly větší výnosnost než index PX. Avšak to bylo způsobeno především vlivem underpricingu. Měsíc po realizaci IPO si vedly téměř všechny akcie emitujících společností opět lépe než trh. Nicméně v delším časovém období se jednotlivé IPO propadly a vykazovaly horší výsledky než trh. Z toho důvodu můžeme konstatovat, že IPO může být vhodnou investicí v českém prostředí zejména v krátkém období než v dlouhém.

Proces realizace IPO v českých podmínkách není jednoduchý, náklady na tento kapitál také nejsou zanedbatelné, IPO ani nevyřeší všechny problémy, s kterými se musí podnik denně potýkat. Ale už je na čase, aby si podniky v České republice uvědomily, že IPO je další vývojovou fází v jejich růstu, a pokud této možnosti nevyužijí, nikdy se nestanou celosvětovými globálními podniky. Na závěr bych proto rád použil známý citát Alberta Einsteina *„proč nám skvělá technika, která šetří práci a usnadňuje život, dosud přinesla tak málo štěstí? Odpověď je prostá: protože jsme se ji nenaučili rozumně užívat“* (www.wikiquote.org).

## Seznam použité literatury

### Knihy

- GRAHAM, Benjamin. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 504 s. ISBN 987-80-247-1792-0.
- JEŽEK, Tomáš a kol. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. 1. vyd. Praha; Komise pro cenné papíry, 2004. 80 stran. ISBN 80-239219-32.
- JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 987-80-247-2963-3.
- JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2008. 648 s. ISBN 987-80-247-1653-4.
- KONEČNÝ, Miloš. *Finance podniku*. 1. vyd. Brno: Cerm, 2005. 86 s. ISBN 80-214-30346.
- LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha; HZ Editio spol. s.r.o., 2001. 169 stran. ISBN 80-86009-36-X.
- MAREK, Petr a kol. *Studijní průvodce financemi podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 623 s. ISBN 80-86119-37-8.
- MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *Prvotní nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.
- VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 447 s. ISBN 80-86119-38-6.



## Internetové zdroje

- AAA Auto [online]. [cit. 2012-03-6]. *Informace o skupině AAA Auto*. Dostupné na WWW: <http://www.aaaauto.cz/cz/informace-o-skupine-aaa-auto/text.html?id=107>
- AAA Auto [online]. [cit. 2012-03-6]. *Shares info*. Dostupné na WWW: <http://www.aaaauto.cz/en/shares-info/text.html?id=221>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2011, [cit. 2012-03-2]. *Tržní kapitalizace akciového trhu ke dni 30.12.2011*. Dostupné na WWW: <http://www.bcphp.cz/Statistika/Trzni-Kapitalizace-Akcii-PL/Default.aspx>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2004, 2006, 2007, 2008, [cit. 2012-03-5]. *Oficiální kurzovní lístek*. Dostupné na WWW: <http://www.bcphp.cz/Kurzovni-Listek/Oficialni-KL/>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2011, [cit. 2012-03-2]. *Objemy obchodů*. Dostupné na WWW: <http://www.bcphp.cz/Statistika/Objemy-Obchodu/Default.aspx>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-10-11]. *Profil burzy*. Dostupné na WWW: <http://www.bcphp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2011, [cit. 2011-10-11]. *Orgány a struktura burzy*. Dostupné na WWW: <http://www.bcphp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy-Struktura#bk>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-11-14]. *Objemy obchodu členů burzy*. Dostupné na WWW: [http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Objemy\\_obchodu\\_clenu/](http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Objemy_obchodu_clenu/)
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2006, [cit. 2012-03-24]. *Burzovní indexy*. Dostupné na WWW: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Burzovni-Indexy>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-11-16]. *Akcie*. Dostupné na WWW: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Akcie>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-11-17]. *Hlavní trh*. Dostupné na WWW: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Hlavni-Trh>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-11-17]. *Volný trh*. Dostupné na WWW: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Volny-Trh>
- Burza cenných papírů Praha [online]. 2010, [cit. 2011-11-17]. *Časový harmonogram emise společnosti*. Dostupné na WWW: [http://www.pse.cz/images/articles/harmonogram\\_IPO\\_velky.gif](http://www.pse.cz/images/articles/harmonogram_IPO_velky.gif)
- Cekia.cz [online]. 2006, [cit. 2012-03-4]. *The 2005 EVA™ Ranking Czech Republic*. Dostupné na WWW: <http://www.cekia.cz/cz/archiv-tiskovych-zprav/97-tz061114>
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: Finanční sektor 2005 [online]. ČNB [cit. 2012-02-17]. Dostupné z WWW:

[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni\\_stabilita/zpravy\\_fs/fs\\_2005/FS\\_2005\\_4.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2005/FS_2005_4.pdf)

- ECM [online]. 2011, [cit. 2012-03-5]. *Firemní filozofie*. Dostupné na WWW: <http://www.ecm.cz/O-ECM/Firemni-filozofie.aspx>
- ECM [online]. 2006, [cit. 2012-03-5]. *Prospekt emitenta – dodatek*. Dostupné na WWW: <http://www.ecm.cz/getattachment/d97d6f8d-453d-446f-b149-13dc98b5ead1/prospekt-eminenta-dodatek-en.aspx>
- ELLIS, Katrina a Roni MICHAELY a Maureen O'HARA. *A guide to the Initial Public Offering Process* [online]. 1999, [cit. 2012-02-25]. Dostupné z WWW: [http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fciteseerx.ist.psu.edu%2Fviewdoc%2Fdownload%3Fdoi%3D10.1.1.198.5840%26rep%3Drep1%26type%3Dpdf&ei=8fJIT\\_7WFIrKhAfl0pm4Dg&usg=AFQjCNFn4J0mL3LCFnzIHfmI58GnGxOw&sig2=zIcGd9dHXR6P\\_Zz3eEeRUw](http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fciteseerx.ist.psu.edu%2Fviewdoc%2Fdownload%3Fdoi%3D10.1.1.198.5840%26rep%3Drep1%26type%3Dpdf&ei=8fJIT_7WFIrKhAfl0pm4Dg&usg=AFQjCNFn4J0mL3LCFnzIHfmI58GnGxOw&sig2=zIcGd9dHXR6P_Zz3eEeRUw)
- Ex.com [online]. 2011, [cit. 2011-03-26]. *Base currency is United States Dollars - USD*. Dostupné na WWW: [http://www.xe.com/ict/?basecur=USD&historical=true&month=12&day=31&year=2011&sort\\_by=name&image.x=52&image.y=12&image=Submit](http://www.xe.com/ict/?basecur=USD&historical=true&month=12&day=31&year=2011&sort_by=name&image.x=52&image.y=12&image=Submit)
- Finance.cz [online]. 2010, [cit. 2011-11-10]. *Burza Praha*. Dostupné na WWW: <http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/informace/burza-praha>
- Fortuna [online]. [cit. 2012-03-6]. *Dokumenty k IPO*. Dostupné na WWW: [http://www.fortunagroup.cz/cz/investori/dokumenty\\_k\\_ipo/index.html](http://www.fortunagroup.cz/cz/investori/dokumenty_k_ipo/index.html)
- Fortuna [online]. [cit. 2012-03-6]. *O Fortuně*. Dostupné na WWW: [http://www.fortunagroup.cz/cz/o\\_fortuna\\_group/index.html](http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/index.html)
- HAVLAS, Jiří. *Finanční management a finanční analýza* [online]. Praha, 2010, [cit. 2012-03-1]. Diplomová práce. Unicorn College, Dostupné z WWW: [http://www.unicorncollege.cz/katalog-bakalarskych-praci/jiri-havlas/attachments/Havlas\\_Ji%C5%99%C3%AD\\_-\\_Finan%C4%8Dn%C3%AD\\_management\\_a\\_finan%C4%8Dn%C3%AD\\_anal%C3%BDza.pdf](http://www.unicorncollege.cz/katalog-bakalarskych-praci/jiri-havlas/attachments/Havlas_Ji%C5%99%C3%AD_-_Finan%C4%8Dn%C3%AD_management_a_finan%C4%8Dn%C3%AD_anal%C3%BDza.pdf)
- KASERER, Christoph a Dirk SCHIERECK. *Going Public and Being Public – A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital* [online]. 2007, [cit. 2012-03-2]. Dostupné z WWW: <http://deutsche->

boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\_content\_pool/imported\_files/public\_files/10\_downloads/33\_going\_being\_public/30\_studies/dbag-studie\_coc.pdf

- LJUNGQIST, Alexander. *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance* [online]. 2004, [cit. 2012-03-10]. Dostupné z WWW: <http://faculty.fullerton.edu/jyang/Courses/fin332/Literature/ljungqvist2004survey.pdf>
- Nařízení komise (ES) č. 809 ze dne 29. dubna 2004 o prospektu cenného papíru [online]. EurLex [cit. 2012-02-26]. Dostupné z WWW: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=DD:06:07:32004R0809:CS:PDF>
- NWR [online]. 2008, [cit. 2012-03-6]. *IPO Documents*. Dostupné na WWW: <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=221913&p=irol-ipodocs>
- NWR [online]. 20011, [cit. 2012-03-6]. *O nás*. Dostupné na WWW: <http://www.newworldresources.eu/cs/o-nas/uvod>
- NYSE Euronext. *Company Overview* [online]. NYX [cit. 2012-03-7]. Dostupné z WWW: <http://corporate.nyx.com/en/who-we-are/company-overview>
- Oxera. *The Cost of Raising Capital: An International Comparison* [online]. 2006, [cit. 2012-02-21]. Dostupné z WWW: [http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/0C0CC6CF-8485-47A3-A58C-8218DDF4EE3A/0/BC\\_RS\\_costcapital\\_0606\\_FR.pdf](http://www.cityoflondon.gov.uk/NR/rdonlyres/0C0CC6CF-8485-47A3-A58C-8218DDF4EE3A/0/BC_RS_costcapital_0606_FR.pdf)
- PEGAS NONWOVENS [online]. [cit. 2012-03-6]. *Historie společnosti*. Dostupné na WWW: <http://www.pegas.cz/article.asp?nArticleID=3&nDepartmentID=13&nLanguageID=1>
- Relbanks.com [online]. 2011, [cit. 2012-03-2]. *World's largest stock exchanges*. Dostupné na WWW: <http://www.relbanks.com/stock-exchanges/largest-stock-exchanges>
- VANEROVÁ, Michaela. *Strategie financování podniku* [online]. Brno 2007, [cit. 2012-03-1]. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Podnikatelská fakulta. Dostupné z WWW: [http://www.vutbr.cz/www\\_base/zav\\_prace\\_soubor\\_verejne.php?file\\_id=3912](http://www.vutbr.cz/www_base/zav_prace_soubor_verejne.php?file_id=3912)
- VGP [online]. 2009, [cit. 2012-03-6]. *O Nás*. Dostupné na WWW: <http://www.vgp.cz/o-nas/>
- VGP [online]. 2009, [cit. 2012-03-6]. *Prospekt společnosti*. Dostupné na WWW: [http://www.vgp.cz/prospekt\\_spolecnosti/](http://www.vgp.cz/prospekt_spolecnosti/)
- WÁGNER, Jiří. *Komparace pražské a varšavské burzy cenných papírů* [online]. Pardubice 2010, [cit. 2011-12-11]. Diplomová práce. Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko – správní. Dostupné z WWW:

[http://dspace.upce.cz/bitstream/10195/37180/1/WagnerJ\\_Komparace%20burz\\_PD\\_2010.pdf](http://dspace.upce.cz/bitstream/10195/37180/1/WagnerJ_Komparace%20burz_PD_2010.pdf)

- Wikiquote.org [online]. 2012, [cit. 2012-03-28]. *Albert Einstein*. Dostupné na WWW: [http://cs.wikiquote.org/wiki/Albert\\_Einstein](http://cs.wikiquote.org/wiki/Albert_Einstein)
- Zákon č. 190 ze dne 1. dubna 2004 o dluhopisech [online]. In: *Sbírka zákonů České republiky*. MFČR [cit. 2012-02-16]. Dostupné z WWW: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/zakony\\_1039.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/zakony_1039.html)
- Zákon č. 256 ze dne 30. dubna 2004 o podnikání na kapitálovém trhu [online]. In: *Sbírka zákonů České republiky*. ČNB [2012-02-24]. Dostupné z WWW: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg\\_kapitalovy\\_trh/zakony/download/zakon\\_256\\_2004.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/zakony/download/zakon_256_2004.pdf)
- Zákon č. 513 ze dne 5. listopadu 1991 obchodní zákoník [online]. In: *Sbírka zákonů České republiky*. Business center [cit. 2012-02-26]. Dostupné z WWW: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>
- Zákon č. 563 ze dne 1. května 1991 o účetnictví [online]. In: *Sbírka zákonů České republiky*. *Zákony ČR* [cit. 2012-02-24]. Dostupné z WWW: <http://www.zakonycr.cz/seznamy/563-1991-sb-zakon-o-ucetnictvi.html>
- Zentiva [online]. 2011, [cit. 2012-03-5]. *Historie firmy*. Dostupné na WWW: <http://www.zentiva.cz/about-us/history/pages/default.aspx>

## **Seznam zkratek**

1. IPO – Initial Public Offering
2. BCPP – Burza cenných papírů Praha
3. SEO – Seasoned Equity Offering
4. ČNB – Česká národní banka
5. FESE – Federace evropských burz
6. US SEC – Komise pro cenné papíry a burzy
7. IFRS – International financial reporting standards
8. OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci
9. ISIN – International Securities Identification Number
10. NYSE – New York Stock Exchange
11. LSE – London Stock Exchange
12. NWR – New World Resources
13. HKSE – Hong – Kong Stock Exchange

## **Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce**

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla školního a § 60 – školní dílo
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst.3)
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB.TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....

Jméno a příjmení studenta

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1: Tvorba nerozděleného zisku

Příloha č. 2: Proces realizace IPO

Příloha č. 3: Dotazník

**Tvorba nerozděleného zisku**

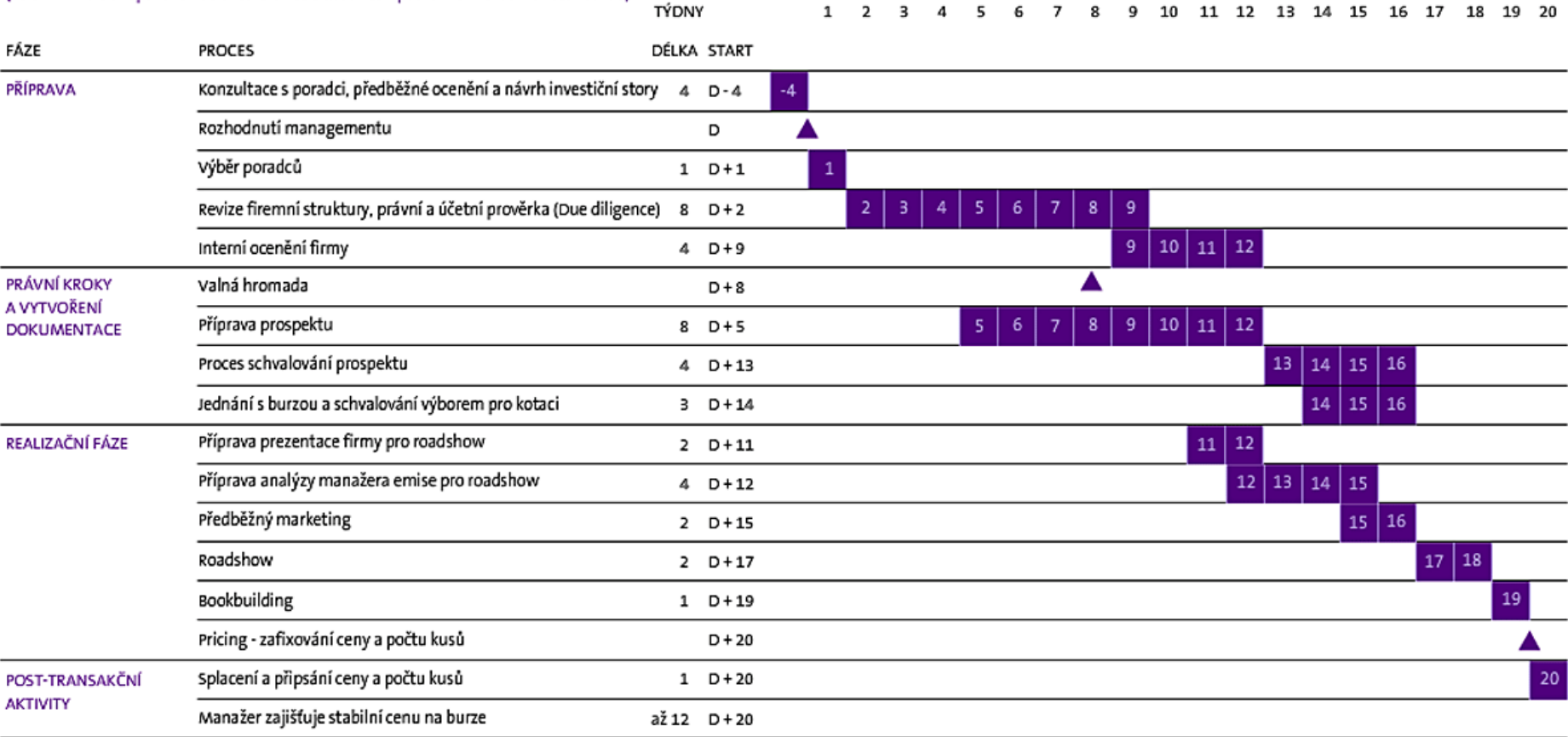
Zisk z běžného roku před zdaněním
- Daň ze zisku
- Příděl rezervnímu fondu ze zisku
- Příděly ev. jiným fondům ze zisku podle stanov a.s. (např. fond sociální)
- Úhrada tantiém (odměny členům představenstva, dozorní rady)
- Výplata dividend či podílu na zisku
- Ostatní použití zisku (např. ke zvýšení zákl. kapitálu)
= Nerozdělený zisk běžného roku
+ Nerozdělený zisk z minulých let (počátkem roku)
= Nerozdělený zisk koncem roku

Zdroj: vlastní zpracování na základě Valacha (2001)



# Proces realizace IPO

ČASOVÝ HARMONOGRAM EMISE SPOLEČNOSTI  
(ke dni D má transparentní strukturu a vede účetnictví podle mezinárodních standardů)



Zdroj: [www.bcpp.cz](http://www.bcpp.cz)

## Dotazník

1. V kterém roce jste poprvé emitovali akcie na Pražské burze?
2. Jaký byl objem této emise?
3. Upsali jste celou emisi?
4. Proběhly nějaké změny ve struktuře a ve vedení podniku během přípravy na vstup na Pražskou burzu?
5. Kdo byl manažérem primární emise?
6. Jaké byly celkové náklady vzhledem k přílivu kapitálu z primární emise? (hrubé rozpětí)
7. Proč jste si vybrali pro primární emisi právě Pražskou burzu?
8. Jaká byla cena akcií při primární emisi akcií?
9. Podle čeho jste se rozhodovali při stanovení této ceny?
10. Na co jste použili kapitál získaný z primární emise?
11. Kolikrát jste znova emitovali akcie po primární emisi? Popřípadě ve kterých letech?
12. Upsali jste pokaždé celou emisi? V jakých objemech?
13. Chystá se Vaše společnost emitovat akcie i na jiných burzách?
14. Jak hodnotíte vývoj emise od počátku primární emise až po současnost?
15. Proč jste se rozhodli pro emisi akcií? Pokud šlo jen o zdroj kapitálu, proč jste nevyužili např. bankovní úvěr?
16. Co vnímáte jako největší přínos emise akcií pro Vaši společnost?
17. Jak vnímáte vliv světové finanční krize na důvěru investorů vzhledem k vašemu titulu?
18. Obchodujete s Vašimi akciemi? Popřípadě do jaké míry?
19. Jak vidíte další vývoj akcií Vaší společnosti na Pražské burze?
20. Vytváříte fundamentální analýzy Vašich akcií nebo podobné analýzy? Pokud ano, velice bych ocenil, kdybyste mi je zaslal/a.

Zdroj: vlastní zpracování

Poznámka: Všem společnostem byly zaslány stejné otázky.